

证券研究报告—深度报告

港股

港股 II

中国能源建设(3996.HK)

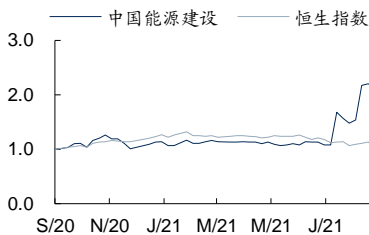
中国能建(601868.SH)

买入

合理估值: 3.87-4.72 港元 昨收盘: 1.58 港元 (首次评级)

2021年09月27日

一年该股与恒生指数走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	41,691/9,262
总市值/流通(百万港元)	65,872/14,634
上证综指/深圳成指	3,614/14,359
12个月最高/最低(港元)	1.650/0.636

证券分析师: 王蔚祺

E-MAIL: wangweiqi2@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080003

联系人: 陈抒扬

E-MAIL: chenshuyang@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

深度报告

领跑双碳战略 锻造能源产业新格局

● 公司主营能源一体化解决方案,是我国电力建设领军企业

公司是中国乃至全球能源电力、基础设施等行业提供整体解决方案、全产业链服务的综合性特大型集团公司,经营工程建设、勘测设计及咨询、清洁能源及环保水务、工业制造、投资及其他业务等五大板块,2020年营收占比分别为78%/5%/4%/9%/8%。今年上半年实现营业收入1415亿元,同比增长34%。

● 十四五期间新能源电力工程业务将快速增长

在“双碳”目标下风电、光伏总装机容量将高速增长。公司背靠集团旗下电力规划设计院,在我国电力系统中长期规划、资源评估、勘测设计及建设、运维管理等方面具有巨大优势,拥有国内约50%的新能源总承包市场份额,“十四五”期间将充分受益新能源引领的能源结构转型。

● 布局新能源运营,完善产业链布局

目前公司在运控股装机容量2.87GW,其中新能源1.40GW,水电0.78GW,火电0.69GW。未来公司将发挥全产业链优势,大力开展低碳能源电力业务。预计到2025年,控股新能源装机容量力争达到20GW以上,显著增厚利润水平。

● 风险提示

电网消纳建设不及预期;新增竞价项目电价不及预期;原材料价格上涨导致项目收益率不及预期;利率上行提升公司财务成本;海外疫情控制不及预期,业务开展受限等风险。

● 投资建议:首次覆盖给予“买入”评级 合理估值区间3.21-3.92元

预计公司2021-2023年归母净利润为72.83/81.61/95.93亿元,增速9.9%/12.1%/17.5%,摊薄EPS为0.17/0.20/0.23元。结合绝对和相对估值法,给予公司合理估值区间3.21-3.92元,折合3.87-4.72港元(1港元=0.83元),较当前港股溢价145%-199%,较葛洲坝退市当日A股收盘价溢价43%-75%,葛洲坝退市当日A股股价对应2021/2022/2023年动态PE为12.8/11.5/9.8倍,2021/2022/2023年动态PB为1.26/1.16/1.06倍,首次覆盖给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	270,550	347,429	462,954	558,470	654,450
(+/-%)	9.3%	28.4%	33.3%	20.6%	17.2%
净利润(百万元)	6628	7283	8161	9593	10465
(+/-%)	30.5%	9.9%	12.1%	17.5%	9.1%
摊薄每股收益(元)	0.22	0.17	0.20	0.23	0.25
EBIT Margin	5.2%	4.8%	4.1%	3.8%	3.6%
净资产收益率(ROE)	9.7%	9.8%	10.1%	10.8%	10.8%
市盈率(PE)	10.2	12.8	11.5	9.8	8.9
EV/EBITDA	24.2	27.2	29.9	31.8	32.7
市净率(PB)	0.98	1.26	1.16	1.06	0.97

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

注:摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

投资摘要

估值与投资建议

我们认为公司是一家具有集规划咨询、勘测设计、工程建设、工业制造、投资运营为一体的全产业链优势的建筑央企，是国家能源电力建设的主力军，在电力勘测设计及建设上具有强大的竞争力，且在吸收合并葛洲坝后，实现资源全面整合，消除潜在同业竞争，业务协同效应将得到释放。新能源正处于平价高速发展阶段，公司作为电力建设的主力军将充分受益；同时公司加速切入新能源运营业务，描绘第二成长曲线。预计公司 2021-2023 年归母净利润为 72.83/81.61/95.93 亿元，增速 9.9%/12.1%/17.5%，摊薄 EPS 为 0.17/0.20/0.23 元。结合绝对和相对估值法，给予公司合理估值区间 3.21-3.92 元，折合 3.87-4.72 港元（1 港元=0.83 元），较当前港股溢价 145%-199%，较葛洲坝退市当日 A 股收盘价溢价 43%-75%，葛洲坝退市当日 A 股股价对应 2021/2022/2023 年动态 PE 为 12.8/11.5/9.8 倍，2021/2022/2023 年动态 PB 1.26/1.16/1.06 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

结合绝对和相对估值法，给予公司合理估值区间 3.21-3.92 元，折合 3.87-4.72 港元（1 港元=0.83 元），较当前港股溢价 145%-199%，较葛洲坝退市当日 A 股收盘价溢价 43%-75%，葛洲坝退市当日 A 股股价对应 2021/2022/2023 年动态 PE 为 12.8/11.5/9.8 倍，2021/2022/2023 年动态 PB 1.26/1.16/1.06 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

核心假设与逻辑

- 第一，公司所处的电力建设行业存在较高的技术和供应链壁垒；
- 第二，公司将乘十四五新能源建设规划东风，勘测设计及工程建设业务会有较快的增速；年均收入增速保持在 10%以上。
- 第三，公司将着重发力新能源投资运营业务，完善产业链一体化布局，预计十四五期间新增新能源控股装机容量 20GW 以上。
- 第四，公司换股吸收合并葛洲坝，实行资源整合优化并消除同业竞争，为高效发展夯实基础。

股价变化的催化因素

- 第一，十四五电力规划的出台；
- 第二，绿色电力交易进展顺利，新能源发电企业普遍获得环境溢价；
- 第三，新能源大基地和特高压启动建设；
- 第四，公司运营业务获得新增项目核准。

核心假设或逻辑的主要风险

- 第一，十四五国内新能源配套电网消纳建设不及预期；
- 第二，新增竞价项目电价不及预期；
- 第三，原材料价格上涨导致项目收益率不及预期；
- 第四，利率上行提升公司财务成本；
- 第五，海外疫情控制不及预期，业务开展受限。

内容目录

估值与投资建议	7
绝对估值: 3.87-4.72 港元	7
绝对估值的敏感性分析	8
相对法估值: 4.51-4.73 港元	8
投资建议	9
公司概况	10
公司沿革	10
公司商业模式	12
SWOT 分析: 公司战略得当、竞争优势明显	15
发展战略	15
发展举措	15
SWOT 分析	15
电力工程行业分析: 风电、光伏主导能源结构转型	17
“双碳”目标下, 新能源装机体量翻倍增长	17
后补贴时代下新能源平价/竞价项目的运营经济性仍然亮眼	19
“双控”新政下绿电交易释放溢价空间	20
公司业务分析	21
五大业务板块, 营业收入规模逾 2000 亿	21
工程建设业务占公司收入约八成, 以电力工程为主	22
勘测设计业务, 电力工程收入占比超九成	23
清洁能源及环保水务	24
工业制造	25
投资及其他	25
成长分析: 乘新能源行业东风公司未来将持续高成长	26
换股吸收合并葛洲坝, 加速整合资产护航优质发展	26
坚守电力建设基本盘, 分享“双碳”目标下新能源装机的行业增长	27
踏入新能源电力运营领域, 充分发挥产业链一体化优势	28
财务分析: 公司资债结构好、盈利能力强	29
营运能力分析	29
偿债能力分析	29
盈利能力分析	30
期间费用率分析	31
成长性分析	32
盈利预测	33
假设前提	33
未来 3 年盈利预测	34
风险提示	35
附表: 财务预测与估值	36
国信证券投资评级	37
分析师承诺	37
风险提示	37
证券投资咨询业务的说明	37

图表目录

图 1: 电力体制改革主辅分离示意图	10
图 2: 公司发展历史示意图	10
图 3: 股权结构示意图.....	11
图 4: 工程建设业务流程.....	13
图 5: 勘测设计业务流程.....	13
图 6: 清洁能源运营业务流程	14
图 7: 历年全国电力投资规模 (亿元)	17
图 8: 历年全国电网投资规模 (亿元)	17
图 9: 历年全国可再生能源工程完成投资规模 (亿元)	17
图 10: 历年全国非可再生能源工程完成投资规模 (亿元)	17
图 11: 国内新能源累计装机 (GW)	18
图 12: 国内中长期新能源装机展望 (GW)	18
图 13: 国内中长期新能源发电量展望 (亿千瓦时)	18
图 14: 我国新能源运营市场发电量空间 (亿千瓦时)	19
图 15: 我国新能源运营行业利润空间 (亿元)	19
图 16: 公司营业收入构成 (亿元)	21
图 17: 2020 年公司分部间抵消前营业收入各业务占比 (%)	21
图 18: 公司毛利率与净利率 (%)	21
图 19: 公司归母净利润及增速 (亿元、%)	21
图 20: 公司工程建设业务收入构成 (亿元)	22
图 21: 2020 年公司工程建设营业收入各业务占比 (%)	22
图 22: 公司工程建设业务细分毛利率 (%)	22
图 23: 公司工程建设业务新签合同构成 (亿元)	22
图 24: 公司勘测设计业务收入构成 (亿元)	23
图 25: 2020 年公司勘测设计营业收入各业务占比 (%)	23
图 26: 公司勘测设计业务细分毛利率 (%)	23
图 27: 公司勘测设计业务新签合同构成 (亿元)	23
图 28: 公司清洁能源及环保水务业务收入构成 (亿元)	24
图 29: 公司清洁能源及环保水务业务细分毛利率 (%)	24
图 30: 2020 年底公司各类发电资产控股装机容量 (MW)	24
图 31: 公司控股装机容量预测 (GW)	24
图 32: 公司工业制造业务收入构成 (亿元)	25
图 33: 公司工业制造业务细分毛利率 (%)	25
图 34: 公司投资及其他业务细分毛利率 (%)	25
图 35: 公司投资及其他业务细分毛利率 (%)	25
图 36: 葛洲坝各业务营业收入 (亿元)	26
图 37: 葛洲坝各业务毛利率 (%)	26
图 38: 历年新签合同构成 (亿元)	28
图 39: 历年未完成合同构成 (亿元)	28
图 40: 公司新增新能源控股装机容量预测 (GW)	28
图 41: 公司控股装机容量预测 (GW)	28

图 42: 可比公司存货周转率 (次)	29
图 43: 可比公司固定资产周转率 (次)	29
图 44: 可比公司应收账款周转率 (次)	29
图 45: 可比公司应收账款占营收的比例 (%)	29
图 46: 可比公司资产负债率 (%)	30
图 47: 可比公司流动比率 (倍)	30
图 48: 可比公司已获利息倍数 (倍)	30
图 49: 可比公司经营活动现金流量净额/流动负债 (倍)	30
图 50: 可比公司营业收入 (亿元)	30
图 51: 可比公司 EBITDA Margin (%)	30
图 52: 可比公司净利率 (%)	31
图 53: 可比公司经营活动净收益/利润总额 (%)	31
图 54: 可比公司销售费用率 (%)	31
图 55: 可比公司管理费用率 (%)	31
图 56: 可比公司研发费用率 (%)	31
图 57: 可比公司财务费用率 (%)	31
图 58: 可比公司营业收入同比增速 (%)	32
图 59: 可比公司归母净利润同比增速 (%)	32
图 60: 可比公司经营活动现金流净额同比增速 (%)	32
图 61: 可比公司 ROE 变动情况 (%)	32
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)	7
表 2: 资本成本假设	7
表 3: FCFE 估值表	7
表 4: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	8
表 5: 可比公司装机容量表	8
表 6: 可比公司估值表	9
表 7: 公司各业务指标一览 (亿元、%)	12
表 8: SWOT 分析	15
表 9: 我国 2020-2030 年中长期新能源电价及度电利润 (税前) 展望 (元/kWh)	19
表 10: 我国 2030 年新能源发电项目经济性预测	19
表 11: 我国 2050 年新能源发电项目经济性预测	19
表 12: 绿电交易溢价归属	20
表 13: 新、老“双控”政策中使用可再生能源电力的考核减免对比	20
表 14: 所有者权益构成变化 (亿元)	26
表 15: 归母净利润变化 (亿元)	27
表 16: 中国能建集团电力规划咨询业务布局示意图	27
表 17: 公司营业收入预测	33
表 18: 公司各业务毛利率预测	33
表 19: 公司新增可再生能源装机预测	34
表 20: 未来 3 年盈利预测表	34

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：3.87-4.72 港元

新能源发电是重资产、高杠杆行业，由于我国碳中和目标对新能源装机增量提出极高的增长需求，因此公司未来将持续通过项目贷款进行债权融资，并保持较大规模的资本开支，公司现金流将长期为负值。因此我们用股权现金流进行折现估值，对永续增长率和股权资金成本进行敏感性分析。

表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	-4.41%	10.50%	9.29%	28.42%	33.25%	20.63%	17.19%	10.45%	17.47%
营业成本/营业收入	86.71%	86.83%	86.57%	86.84%	87.56%	87.89%	88.05%	88.06%	88.11%
管理费用/营业收入	7.15%	7.12%	6.91%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
销售费用/销售收入	1.06%	0.96%	0.72%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%
营业税及附加/营业收入	0.72%	0.66%	0.63%	0.65%	0.65%	0.65%	0.65%	0.65%	0.65%
所得税税率	26.77%	27.86%	31.85%	30.00%	30.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
股利分配比率	32.41%	11.86%	21.17%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

表 2: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.8	T	25.0%
无风险利率	3.60%	Ka	6.5%
股票风险溢价	3.60%	有杠杆 Beta	230.0%
公司股价 (元)	2.244	Ke	11.9%
发行在外股数 (百万)	41691	E/(D+E)	44.4%
股票市值(E, 百万元)	93555	D/(D+E)	55.6%
债务总额(D, 百万元)	117155	WACC	6.9%
Kd	4.0%	永续增长率 (10 年后)	1.5%

资料来源：国信证券经济研究所假设

表 3: FCFF 估值表

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	TV
EBIT	16,710	18,948	20,983	23,587	25,914	30,069	34,238	38,387	42,626	46,904	
所得税税率	30%	30%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	
EBIT*(1-所得税税率)	11,697	13,263	15,737	17,691	19,436	22,552	25,678	28,791	31,970	35,178	
折旧与摊销	14,749	14,908	15,163	15,553	16,091	16,732	17,433	18,173	18,936	19,713	
营运资金的净变动	15,799	3,058	1,524	1,237	(926)	33,597	8,804	10,126	10,413	10,281	
资本性投资	(20,295)	(27,879)	(36,254)	(43,507)	(45,641)	(46,106)	(47,055)	(47,789)	(48,559)	(49,368)	
FCFF	21,950	3,351	(3,830)	(9,027)	(11,040)	26,774	4,860	9,300	12,760	15,804	294,726
PV(FCFF)	20,525	2,930	(3,131)	(6,902)	(7,893)	17,898	3,038	5,436	6,974	8,077	150,628
核心企业价值	197,581										
减: 净债务	50,125										
股票价值	147,456										
每股价值	3.54										

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析，

表 4: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		6.5%	6.7%	6.94%	7.1%	7.3%
永续增长率变化	2.1%	4.57	4.28	4.01	3.76	3.54
	1.9%	4.36	4.09	3.84	3.61	3.39
	1.7%	4.17	3.92	3.68	3.47	3.26
	1.5%	4.00	3.76	3.54	3.33	3.14
	1.3%	3.83	3.61	3.40	3.21	3.03
	1.1%	3.68	3.47	3.28	3.09	2.92
	0.9%	3.54	3.34	3.16	2.99	2.82

资料来源: 国信证券经济研究所分析

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得到公司的合理价值区间为 3.21-3.92 元, 折合 3.87-4.72 港元 (1 港元=0.83 元)。

相对法估值: 4.51-4.73 港元

我们选择 A 股和 H 股从事新能源发电运营的三家上市公司做可比公司。这四家企业均代表集团公司作为碳中和战略的排头兵, 这几家企业的共性包括: 隶属于大型央企国企, 在新能源运营有广泛布局, 或者存量可再生能源装机规模较大, 分别为三峡能源、龙源电力、中国电建。

各家的新能源装机、其他资产, 以及十四五发展规划如下表所示。

- **龙源电力**隶属于国家能源集团旗下, 是我国风电开发的龙头企业, 也是我国最早从事海上风电开发的新能源企业, 拥有全国优良的陆风和海风资源。
- **三峡能源**隶属于三峡集团, 拥有丰富的风光资源和雄厚的资本支持, 是三峡集团除水电业务以外的第二成长曲线的主要载体。
- **中国电建**为建筑央企, 在电力工程勘测设计与建设方面具有较强的实力, 且除建设业务外有较多存量新能源运营资产。

从未来成长的确定性而言, 龙源电力、三峡能源同属于五大四小电力央企, 中国电建属于八大建筑央企中主营电力工程建设的央企, 均承担了我国新能源行业发展的重大使命, 拥有相似的开发势力和资金优势, 从估值上来说较为接近。

表 5: 可比公司装机容量表

	2020 年公司累计装机容量 (GW)				“十四五”公司规划新增装机容量 (GW)			
	火电	风电	水电	光伏	火电	风电	水电	光伏
龙源电力	1.9	22.3	0.0	0.5	0.0	10.7	0.0	18.7
三峡能源	0.0	6.9	0.2	4.8	0.0	20.8	0.0	14.0
中国电建	3.2	5.3	6.4	1.3	0.0	8.6	2.7	7.7

资料来源: 公司公告, 国信经济研究所整理及预测

经过对比可比公司的 PE 和 PB 均值, 我们得出中国能源建设的 2022 年合理估值区间为 19.0-20.0 倍 PE, 2.02 倍 PB, 得出公司相对估值区间为市值 1,558-1,640 亿元, 对应每股价格 3.74-3.93 元, 折合 4.51-4.73 港元 (1 港元=0.83 元), 对应当前 H 股溢价 185%-199%, A 股溢价 67%-75%。

综合考虑可比公司的情况，中国电建虽然有相关规模运营资产，但短期装机规模较小，估值仍然接近电力建设板块；龙源电力存量资产规模较大，短期看新建项目成长性相对偏低。目前中国能源建设仍属于建筑行业，相对估值显著低于可比公司均值。2021年上半年公司新签新能源工程合同960.0亿元，同比增长41.7%，在手订单充足，未来将在新能源运营业务重点发力，由低估值赛道向高估值赛道切换，因此我们认为中国能源建设的估值均可高于以上两家可比公司，但低于三峡能源。

表 6: 可比公司估值表

代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				PB
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	2021E
0916.HK	龙源电力	1,447	47	62	70	73	30.62	23.51	20.58	19.78	1.86
600905.SH	三峡能源	2,031	36	52	84	96	56.24	38.83	24.16	21.07	3.23
601669.SH	中国电建	1,447	80	86	107	122	18.12	16.81	13.47	11.83	0.97
均值							26.39	19.40	17.56	2.02	
3996.HK	中国能源建设	659	66	73	82	96	9.03	8.04	6.86	0.81	

资料来源: 公司公告, 国信经济研究所整理及预测

投资建议

电力行业正处于高速转型, 在碳中和国策引领下具有 30 年持续增长的确定性前景。截至 2021 年 6 月, 公司未完成电力工程合同额人民币 9,521.86 亿元, 在运新能源控股装机 1.74GW, 同时十四五期间计划新增新能源控股装机容量不低于 20GW, 未来 5 年内高速成长性可期。预计公司 2021-2023 年归母净利润为 72.83/81.61/95.93 亿元, 增速 9.9%/12.1%/17.5%, 摊薄 EPS 为 0.17/0.20/0.23 元。结合绝对和相对估值法, 给予公司合理估值区间 3.21-3.92 元, 折合 3.87-4.72 港元 (1 港元=0.83 元), 较当前港股溢价 145%-199%, 较葛洲坝退市当日 A 股收盘价溢价 43%-75%, 葛洲坝退市当日 A 股股价对应 2021/2022/2023 年动态 PE 为 12.8/11.5/9.8 倍, 2021/2022/2023 年动态 PB 1.26/1.16/1.06 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

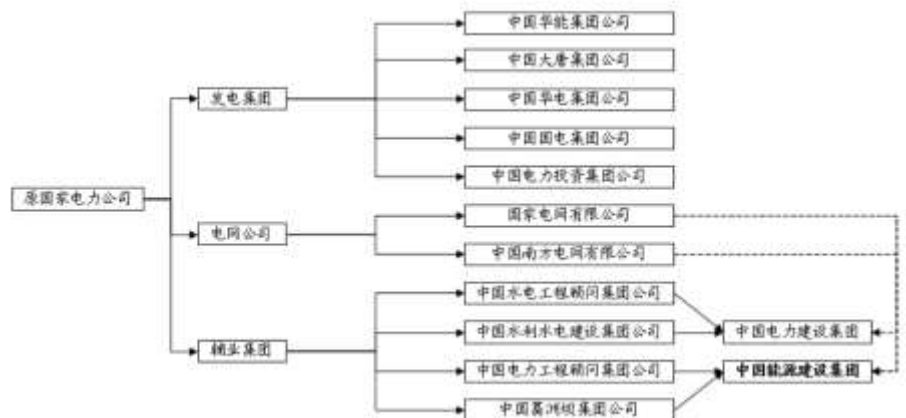
公司概况

公司沿革

中国能建集团是国内领先、国际先进的特大型能源建设企业，是中国和全球电力行业的知名品牌，并具有集规划咨询、评估评审、勘察设计、工程建设及管理、运行维护和投资运营、技术服务、装备制造、建筑材料为一体的完整产业链。

中国能建集团是国内领先、国际先进的特大型能源建设企业，是中国和全球电力行业的知名品牌。2002年，电力体制改革深入推进，中国能建集团主要成员企业中国葛洲坝集团公司、中国电力工程顾问集团公司，与其他9家新组建电力集团同时成立。2011年电网主辅分离改革“破冰”重组成立两大电力建设央企。中国能建集团由中国葛洲坝集团公司、中国电力工程顾问集团公司，与国家电网公司、南方电网公司下属北京、天津、山西等15个省份公司的辅业单位重组而成。

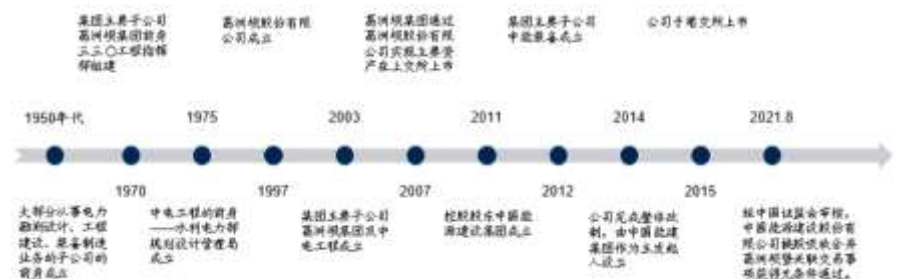
图 1：电力体制改革主辅分离示意图



资料来源:国信证券经济研究所整理

中国能源建设股份有限公司于2014年12月19日由中国能建集团与电规院共同发起设立，其中中国能建集团将其全部主要业务和资产注入公司，电规院以现金出资，公司成为中国乃至全球最大的电力行业综合解决方案提供商之一，业务组合包括勘测设计及咨询、工程建设、装备制造、清洁能源与环保水务和投资及其他业务。2015年12月10日首次公开发行H股并在香港联合交易所有限公司主板挂牌上市。

图 2：公司发展历史示意图

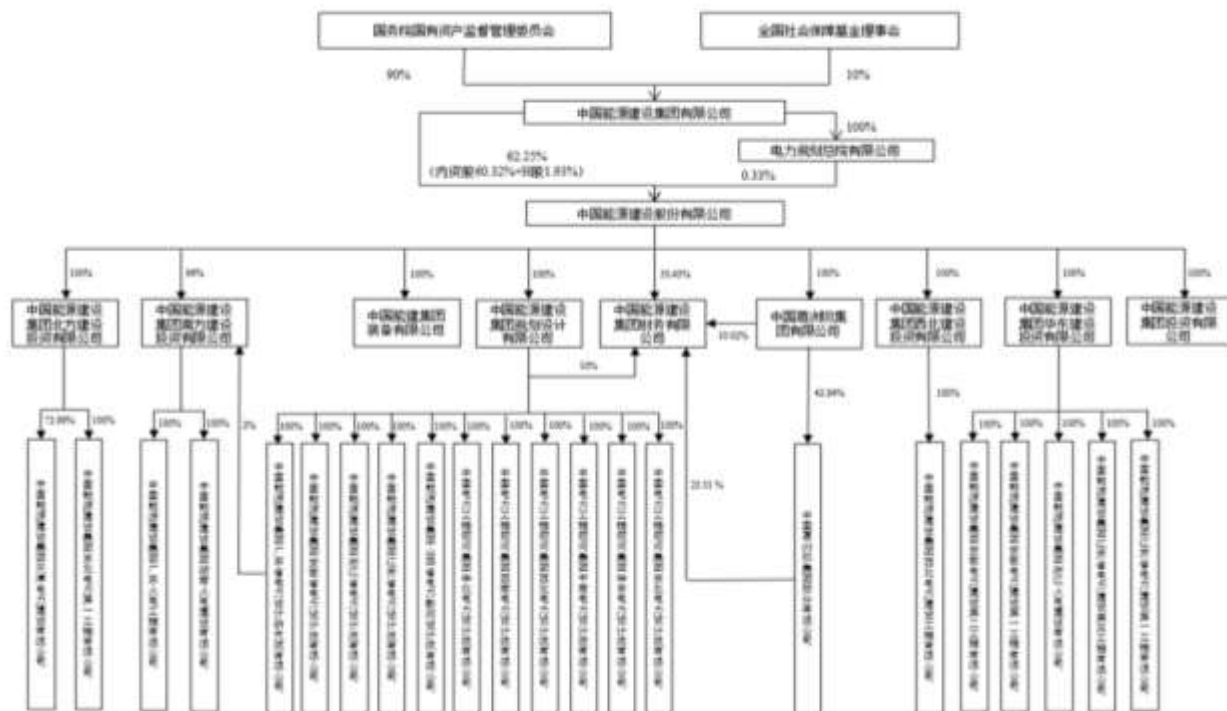


资料来源:公司公告，国信证券经济研究所整理

截至2020年底,公司控股股东为中国能源建设集团,持有公司62.25%的股份,由国务院国资委控股,主要子公司有葛洲坝集团有限公司、中国能建集团规划设计有限公司、中国能建集团北方、南方、华东、西北四大建设投资有限公司等。

此次中国能源建设股份有限公司(3996.HK)换股吸收合并的主体为葛洲坝集团控股上市公司,中国葛洲坝集团股份有限公司(600068.SH),合并事项完成后公司将实现H+A两地上市。

图 3: 股权结构示意图



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

公司商业模式

公司经营五大业务板块：工程建设、勘测设计及咨询、工业制造、清洁能源及环保水务、投资及其他业务；从 2020 年分部间抵消前营业收入构成来看，分别占比 78%/5%/9%/4%/8%。公司业务覆盖电力工程建设全产业链，提供系统化和定制化的一站式解决方案及全生命周期的综合服务。强大的勘测设计及咨询业务带动了工程建设业务的发展，并将优势延伸至下游清洁能源运营业务，能够抢占中国新能源行业快速发展市场的先机。

表 7：公司各业务指标一览（亿元、%）

	2017		2018		2019		2020		21H1	
	数值	占比	数值	占比	数值	占比	数值	占比	数值	占比
工程建设										
营业收入	1688	72%	1633	73%	1854	75%	2115	78%	1150	81%
yoy	4.8%		-3.2%		13.6%		14.1%		42.0%	
新签合同	4207	95%	4393	95%	4972	96%	5566	96%	4704	97%
毛利率	8.0%		8.9%		8.4%		8.6%		7.5%	
勘测设计										
营业收入	133	6%	122	5%	132	5%	141	5%	57	4%
yoy	2.4%		-8.0%		7.7%		7.2%		18.8%	
新签合同	109	2%	112	2%	125	2%	113	2%	60	1%
毛利率	42.7%		34.6%		35.3%		34.0%		30.3%	
工业制造										
营业收入	200	9%	218	10%	237	10%	241	9%	123	9%
yoy	6.2%		9.3%		8.7%		1.6%		23.0%	
新签合同	121	3%	114	2%	106	2%	99	2%	69	1%
毛利率	21.0%		27.1%		27.3%		26.9%		24.7%	
清洁能源及环保水务										
营业收入	240	10%	208	9%	162	7%	119	4%	25	2%
yoy	56.5%		-13.2%		-22.3%		-26.3%		-61.7%	
毛利率	1.3%		5.3%		3.1%		8.4%		32.8%	
投资及其他										
营业收入	198	8%	175	8%	195	8%	217	8%	130	9%
yoy	-10.6%		-11.7%		11.6%		11.2%		69.3%	
毛利率	21.4%		23.2%		27.6%		25.2%		47.4%	
分部间抵消调整	-114	-5%	-117	-5%	-107	-4%	-130	-5%	-70	-5%
营业收入合计	2344	100%	2240	100%	2473	100%	2703	100%	1415	100%
yoy	5.5%		-4.4%		10.4%		9.3%		34.0%	
新签合同合计	4438	100%	4619	100%	5204	100%	5778	100%	4833	100%
综合毛利率	11.8%		13.3%		13.1%		13.4%		12.0%	

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

工程建设业务: 公司在工程建设业务中通过中标方式获得包括 EPC、BOT 在内的多种合约模式，而且履行合约时会按照议定工程款及预定工期表来施工。工程项目通常要求客户预先支付不低于工程总造价的 5%-10% 的预付款，按工程进度作出分期付款。部份合约中有涉及原材料成本增加的费用调整或风险分担条款。工程项目完成后，客户通常会预扣相当于合约金额的约 5% 作为保证金。在无发生质保索偿的情况下，保证金将于为期 12 或 24 个月的质保期满后退回。

图 4：工程建设业务流程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

勘测设计业务：公司的勘测设计及咨询业务主要通过中电工程下属 6 家区域性电力设计院及 14 家省级电力设计院开展，与工程建设业务紧密相连，能够提供众多交叉销售机会及其他协同效益。设计项目合约通常规定按勘测设计进度作出分期付款。工程项目完成后，客户通常会预扣相当于合约金额的约 5%-10% 作为保证金。在无发生质保索偿的情况下，保证金将于为期 12 或 24 个月的质保期满后退回。

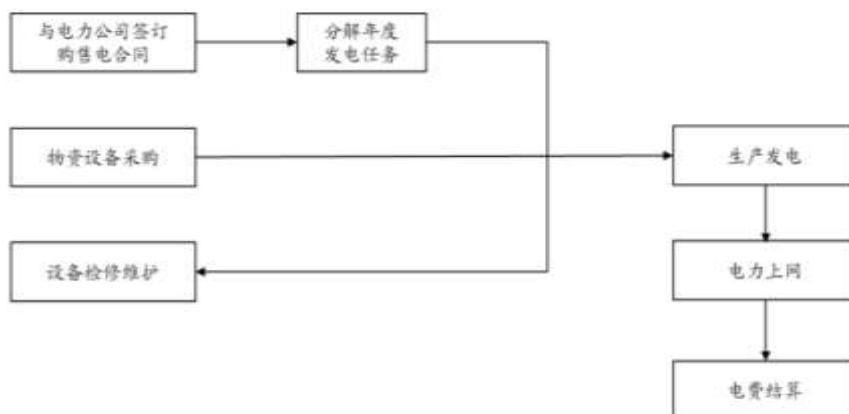
图 5：勘测设计业务流程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

清洁能源运营业务：公司的清洁能源运营业务由所属新能源发电企业与当地电力调度部门协商年度发电量，按照合同要求组织生产；编制年度发电计划，严格按照合同要求及规范要求组织设备运行，并及时添置相关设备物资、组织设备检修；按照当地电网调度要求安全运行，保质保量提供电力上网服务，并按照合同要求提供结算依据，及时回收电费。

图 6：清洁能源运营业务流程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

SWOT 分析：公司战略得当、竞争优势明显

公司坚持一张蓝图绘到底，推动“1466”战略落地实施；加快业务结构调整，发挥电力工程产业链一体化优势，全面提升管理效能和运营质量。通过 SWOT 分析，我们认为公司竞争战略得当、优势明显。

发展战略

- 一个愿景：秉持行业领先、世界一流，建设有全球竞争力的世界一流企业。
- 四个前列：在践行国家战略上走在前列、在推动能源革命上走在前列、在加快高质量发展上走在前列、在建设美好生活的路上走在前列。
- 六个一流：一流的能源一体化方案解决商、一流的工程总承包商、一流的基础设施投资商、一流的生态环境综合治理商、一流的城市综合开发运营商、一流的建材、工业产品和装备提供商。
- 六个重大突破：推动能源革命和能源转型发展、加快高质量发展、深化系统改革、全面加强科学管理、全面提升企业核心竞争力与组织能力、加强党的全面领导和党的建设。

发展举措

- 加快业务结构调整，大力提升产业体系：打造一体化、多元化、集约化、差异化竞争优势，做精做细存量，做足做细增量，锻炼更优新发展格局。
- 全面深化适应性组织建设，优化生产力和产业布局：加快子企业布局调整、加快新发展平台落地、加快新兴产业布局落地。国内大市场开发体系、海外发展体系、投资发展体系“三大体系”建设年内完成落地。
- 在双碳核心战略领域扛旗领跑：加大综合能源、新能源储能、氢能市场开发力度，紧盯多能互补、“源网荷储一体化”项目群建设。
- 坚决完成高质量发展目标任务：国内做好六大市场区域，海外经营升级转型，投资引领，创新商业模式，强化高质量签约、履约，切实提高创收创利能力。
- 全面提升管理效能和运营质量：对标世界一流管理提升，推进基础管理“334”工程，做好“两控两降一治一快”管控；加快系统性改革，全力压减机构、精简人员、提升效率；提高风险防控能力。

SWOT 分析

表 8：SWOT 分析

优势	劣势
<ul style="list-style-type: none"> ■ 股权结构稳定，公司管理层治理卓有成效 ■ 公司为电力工程勘测设计及建设寡头，火电、新能源一体化产业链完整 ■ 积极拓展非电业务，以自身优势布局能源+基建新模式 ■ 大力实施创新驱动发展战略，研发投入高，科技创新能力强 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 受清洁低碳业务转型影响，火电业务放缓 ■ 公司处于转型期，业务不确定性增加
机遇	挑战
<ul style="list-style-type: none"> ■ “双碳”目标下，我国能源电力结构向清洁低碳方向发展，新能源发电勘测设计及建设市场将成为新的业绩增长点 ■ 有望受益于火电灵活性改造、水利水电、交通工程建设等领域项目 ■ 设计院混改叠加换股吸收葛洲坝，为未来业绩增长提供新动能 ■ 全球疫情逐步得到控制，加大基础设施建设为拉动经济的重要手段，公司有望抢抓国际工程建设市场机遇 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 国际政治局势动荡，海外业务无法如期开展，对经营持续性产生影响 ■ 国内外疫情反复，工程项目进度迟滞放缓，导致成本增加，盈利下降 ■ 房地产行业趋冷，公司房地产投资业务回报不及预期

资料来源：国信证券经济研究所整理

通过 SWOT 分析，我们认为公司竞争战略得当、优势明显。

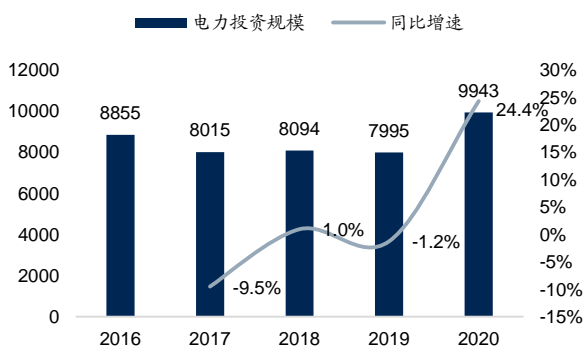
电力工程行业分析：风电、光伏主导能源结构转型

“双碳”目标下，新能源装机体量翻倍增长

我国电力需求在“十三五”期间保持较为稳定的增长态势，2016年-2020年全社会用电量年均增长为5.7%，与此同时，“十三五”期间全国电力投资规模亦保持较高水平，维持在8,000亿元左右。根据国家能源局统计，2020年全国电力工程建设投资规模合计9,943亿元，同比增长24.4%。

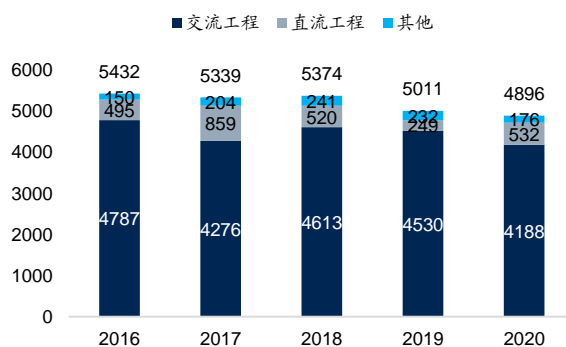
全国电网基本建设投资完成额4,699亿元，同比下降6.2%，其中交流工程投资完成额4,188亿元，直流工程投资完成额532亿元。

图 7：历年全国电力投资规模（亿元）



资料来源：国家能源局，国信证券经济研究所整理

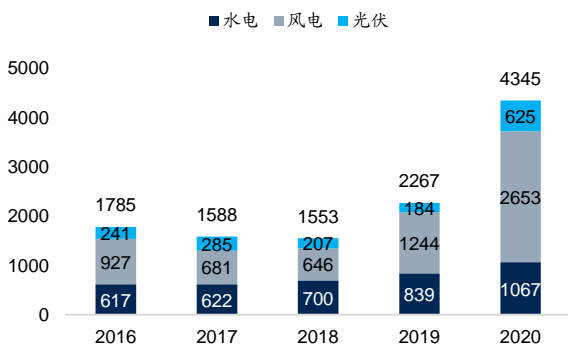
图 8：历年全国电网投资规模（亿元）



资料来源：中电联，国信证券经济研究所整理

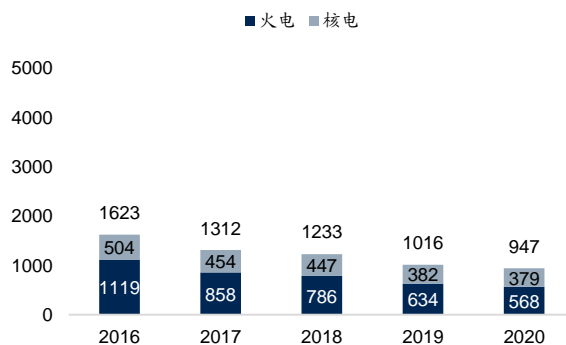
2020年全国电源基本建设投资完成额5,292亿元，同比增长29.5%，其中水电1,067亿元，同比增长17.9%；风电2,653亿元，同比增长71.0%；光伏625亿元，同比增长62.2%；火电568亿元，同比下降27.3%；核电379亿元，同比下降22.6%。可再生能源投资完成额占比稳步增加，“双碳”目标下风电、光伏投资规模大幅提升。

图 9：历年全国可再生电源工程完成投资规模（亿元）



资料来源：中电联，国信证券经济研究所整理

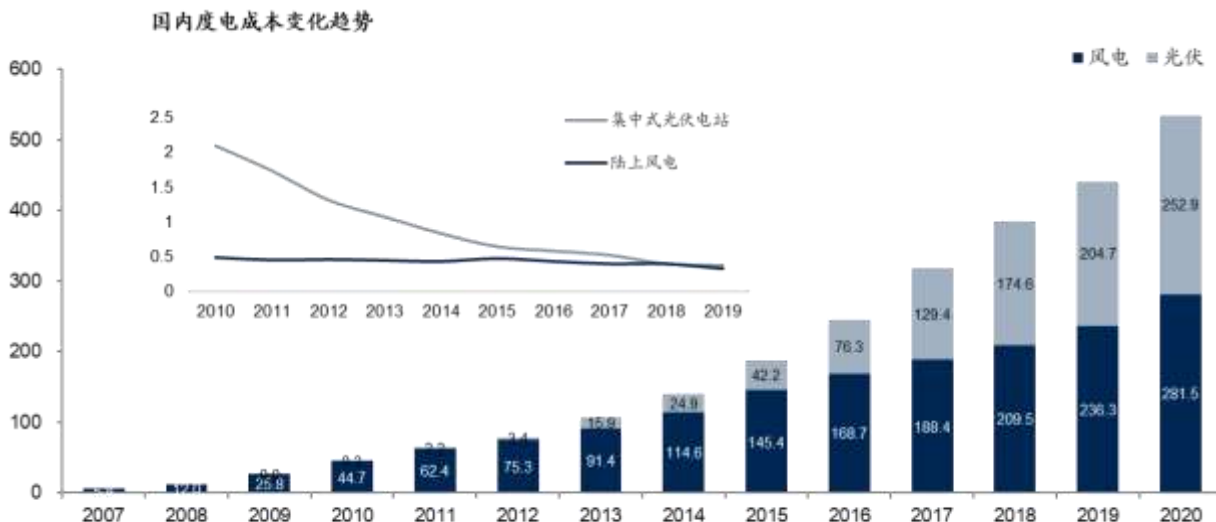
图 10：历年全国非可再生电源工程完成投资规模（亿元）



资料来源：中电联，国信证券经济研究所整理

过去20年以来，我国风电产业先于光伏产业进入规模化发展。随着光伏度电成本的快速下降，以及分布式光伏的大力发展，“十三五”以后我国光伏累计装机增速远高于风电。目前两种新能源的存量装机规模接近，未来10年光伏的新增规模将略超风电。

图 11: 国内新能源累计装机 (GW)

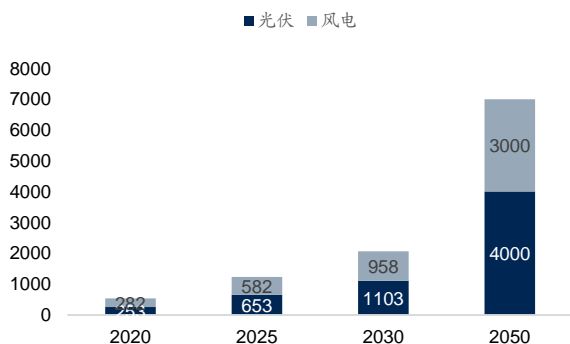


资料来源:度电成本数据来自 IRENA, 新增并网装机来自国家能源局, 国信证券经济研究所整理

从装机容量上看,到 2030 年我国光伏与风电装机容量分别较 2020 年翻 4 倍和 3 倍,达到 1103GW 和 958GW;其中光伏集中式电站预计从 2020 年底的 174GW 提升至 600GW,陆上风电从 272GW 提升至 850GW 以上,海上风电从 10GW 提升至 100GW。到 2050 年,预计我国光伏装机容量达到 4000GW 以上,其中集中式电站占比 50%,陆上风电装机 2600GW 左右,海上风电装机 400GW。

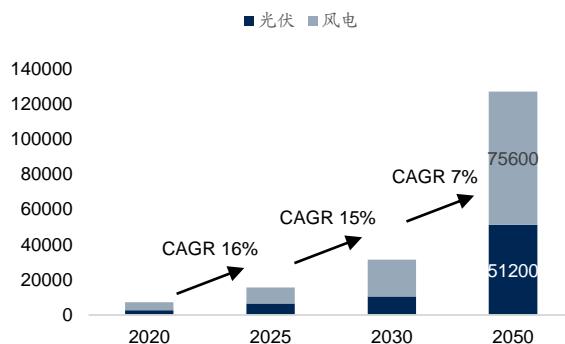
预计 2050 年在高灵活度电网的支撑下,理想情况下我国风电和光伏发电量占比可达到 35%和 32%,总和发电量从 2020 年的 7300 亿千瓦时增长到 12 万亿千瓦时以上,新能源发电产业前景广阔。

图 12: 国内中长期新能源装机展望 (GW)



资料来源:历史数据来自国家能源局,国信证券经济研究所预测

图 13: 国内中长期新能源发电量展望 (亿千瓦时)



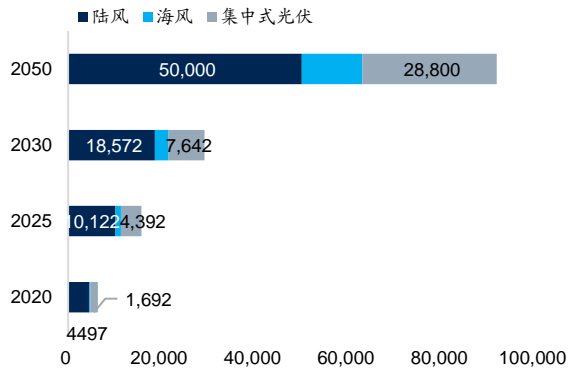
资料来源:历史数据来自国家能源局,国信证券经济研究所预测

我们预期央企主要参与陆风、海风和集中式光伏市场,预期 2030 年和 2050 年行业发电量将从目前的 6,357 亿千瓦时提升至 2.9 万亿和 9.2 万亿千瓦时;2020-2030 年行业复合增长率 16%,2030-2050 年行业复合增长率 6%。

预期 2030 年和 2050 年行业发电利润(税前)从 2020 年的 1,344 亿元分别提升至 2,157 亿元和 5,141 亿元,2020-2030 年行业复合增长率 4.8%,2030-

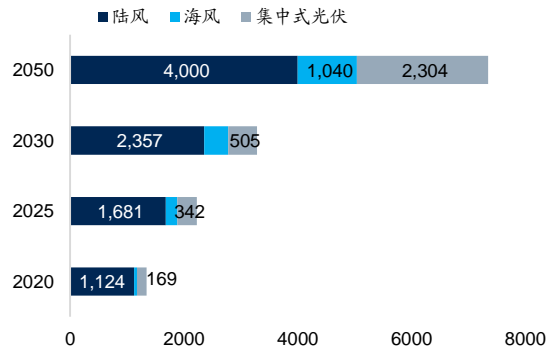
2050 年行业复合增长率 4.4%。

图 14: 我国新能源运营市场发电量空间 (亿千瓦时)



资料来源: 2020 年发电量数据来自国家能源局, 未来发电量为国信证券经济研究所预测

图 15: 我国新能源运营行业利润空间 (亿元)



资料来源: 2020 年发电量数据来自国家能源局, 度电利润参考三峡能源招股说明书, 未来利润空间国信证券经济研究所预测

后补贴时代下新能源平价/竞价项目的运营经济性仍然亮眼

随着补贴的退坡、初始投资降低和发电量的快速提升, 平价乃至竞价阶段新能源的度电利润将显著下降; 预计 2030 年行业税前度电利润将较目前下降 50% 以上; 2050 年行业度电利润较 2030 年的水平继续下降 25-30% 左右。

表 9: 我国 2020-2030 年中长期新能源电价及度电利润 (税前) 展望 (元/kWh)

度电电价 (不含税, 元/千瓦时)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
陆风	0.50	0.35	0.33	0.32	0.30	0.28	0.28	0.28	0.27	0.27
海风	0.75	0.75	0.75	0.44	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40
光伏	0.37	0.35	0.33	0.32	0.30	0.28	0.28	0.28	0.27	0.27
度电利润 (税前, 元/千瓦时)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
陆风	0.25	0.11	0.10	0.10	0.09	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
海风	0.30	0.30	0.30	0.11	0.10	0.10	0.12	0.12	0.12	0.12
光伏	0.10	0.05	0.05	0.06	0.06	0.06	0.08	0.08	0.08	0.08

资料来源: 历史电价数据来自国家发改委, 国信证券经济研究所预测

表 10: 我国 2030 年新能源发电项目经济性预测

2030	初期 ROE 利用小时数	15% 造价 (元/W)	初始资本金 (元/W)	度电利润 (元/kWh)
陆风	2300	6	0.18	0.08
海风	3400	14	0.42	0.12
集中式光伏	1200	3.00	0.09	0.08

资料来源: 单位造价展望来自光伏行业协会、水规院, 国信证券经济研究所预测

表 11: 我国 2050 年新能源发电项目经济性预测

2050	初期 ROE 利用小时数	15% 造价 (元/W)	初始资本金 (元/W)	度电利润 (元/kWh)
陆风	2500	4.5	0.135	0.05
海风	3600	10	0.3	0.08
集中式光伏	1600	2.8	0.084	0.05

资料来源: 单位造价展望来自 IRENA, 国信证券经济研究所预测

“双控”新政下绿电交易释放溢价空间

2021年9月7日，中国绿色电力交易试点正式启动。2021年9月11日，国家发展改革委印发关于《完善能源消费强度和总量双控制度方案》的通知，鼓励地方增加可再生能源消费，超出最低可再生能源电力消纳责任权重的消纳量不纳入该地区年度和五年规划当期能源消费总量考核。

绿色电力交易特指绿色电力的电力中长期交易，产品主要为风电和光伏发电企业上网电量，条件成熟时，可逐步扩大至符合条件的水电。参与绿电交易的市场主体需经地方政府主管部门准入，主要包括电网企业、风电和光伏发电企业、电力用户和售电公司。电网中绿电交易电量将优先进行交易组织、交易执行和交易结算。

在与绿证衔接方面，绿电交易中提出了“证电合一”的方式。绿电交易用以满足电力用户购买、消费绿电需求，并提供相应的绿色电力消费认证。建立全国统一的绿证制度，国家能源局组织国家可再生能源信息管理中心，根据绿电交易试点需要，向北京电力交易中心、广州电力交易中心批量核发绿证，电力交易中心依据绿电交易结算结果将绿证分配至电力用户。

交易初期，按照平稳起步原则，参考绿电供需情况合理设置交易价格上下限，促进新能源在绿电市场产生溢价。9月7日，绿色电力交易试点启动。首批绿色电力交易共17个省份259家市场主体参与，交易电量79.35亿千瓦时。其中，国家电网公司经营区域成交量68.98亿千瓦时，南方电网公司经营区域成交量10.37亿千瓦时，绿色电力成交价格较当地电力中长期交易价格增加0.03-0.05元/千瓦时。

表 12: 绿电交易溢价归属

是否带补贴	是否为保障性收购范围内	溢价归属
否	市场化交易	发电企业
否	保障性收购	电网企业——电力系统建设
是	保障性收购	发电企业——冲抵可再生能源补贴

资料来源：国家发改委，国信证券经济研究所整理

之前发改委发布的《关于建立健全可再生能源电力消纳保障性机制》(807号文)提到，十三五期间，对于超出激励性指标的能源消费量，均不纳入能源消耗总量、强度双控考核；在近期发布的《完善能源消费强度和总量双控制度方案》(1310号文)中，各省份超额完成激励性可再生能源电力消纳责任权重以后，超出最低可再生能源电力消纳责任权重的消纳量不纳入该地区年度和五年规划当期能源消费总量考核，鼓励了可再生能源发展，同时没有对能源消费强度做出制约，促进地区发展的同时倒逼产业结构转型升级；并与季度发布的双控预警等级挂钩，更注重节能减排的过程管理。

表 13: 新、老“双控”政策中使用可再生能源电力的考核减免对比

文件名称	考核减免前提	考核减免对象	考核减免处理方式
807号文	超额完成激励性可再生能源电力消纳责任权重	超出激励性可再生能源电力消纳责任权重部分	不纳入能耗“双控”考核
1310号文	超额完成激励性可再生能源电力消纳责任权重	超出最低可再生能源电力消纳责任权重部分	不纳入年度和五年规划当期能源消费总量考核

资料来源：国家发改委，国信证券经济研究所整理

目前，绿电的用户主要包括国内外重视ESG责任的企业，承诺100%使用可再生能源电力的企业、国内出口企业，以及国内承诺碳达峰碳中和目标的企业或自愿承诺购买绿电的企业。新的双控政策倒逼能产业结构升级转型，增加绿电购买需求，落实可再生能源环境溢价。

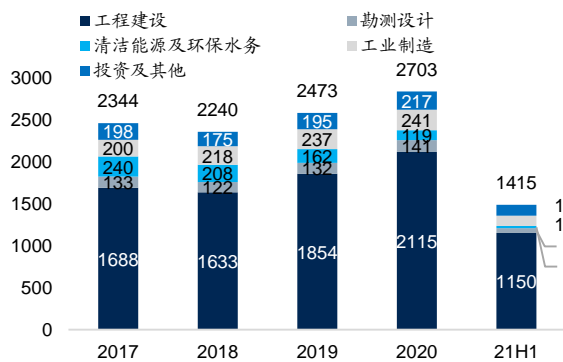
公司业务分析

五大业务板块，营业收入规模逾 2000 亿

公司经营五大业务板块：工程建设、勘测设计及咨询、清洁能源及环保水务、工业制造、投资及其他业务；从 2020 年分部间抵消前营业收入构成来看，分别占比 78%/5%/4%/9%/8%。

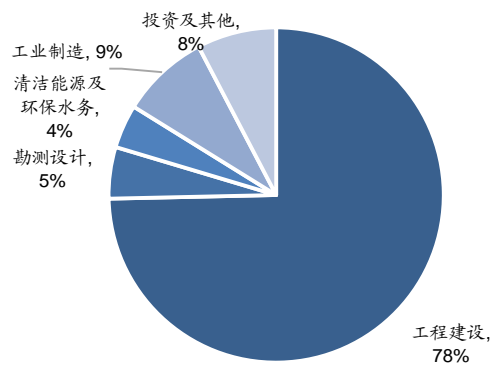
2021 年上半年，公司实现营业收入 1,415.46 亿元，同比增长 34.04%；实现归母净利润 24.51 亿元，同比增长 166.69%。综合毛利率 12.0%，同比增长 0.2pct；综合净利率 1.7%，同比增长 0.8pct。

图 16：公司营业收入构成（亿元）



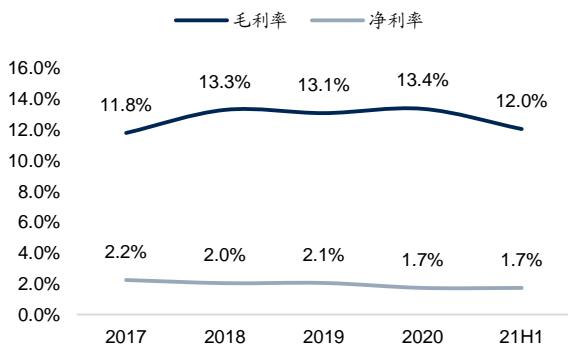
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 17：2020 年公司分部间抵消前营业收入各业务占比（%）



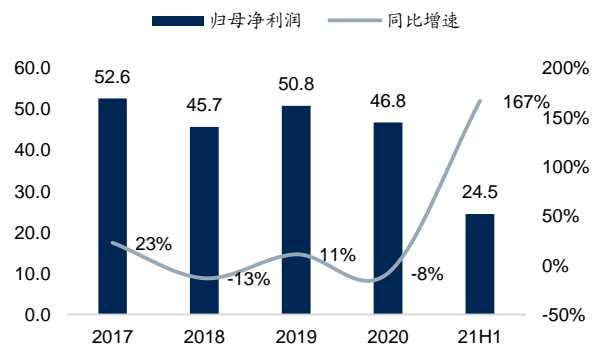
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 18：公司毛利率与净利率（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：数据均为葛洲坝合并前报表披露数据

图 19：公司归母净利润及增速（亿元、%）



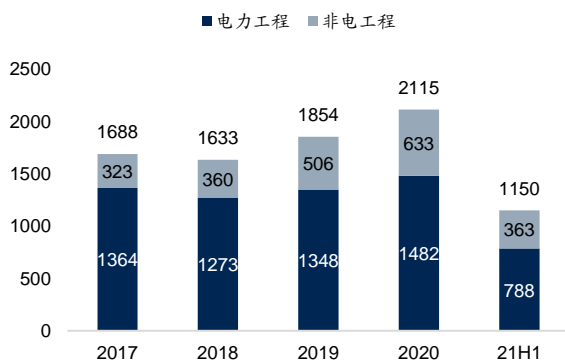
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：数据均为葛洲坝合并前报表披露数据

工程建设业务占公司收入约八成，以电力工程为主

公司工程建设业务主要以电力工程为主，包含国内外大型常规发电项目、新能源发电项目、输变电项目等，从2020年工程建设业务板块营业收入构成来看，电力工程、非电工程分别占比70%/30%。

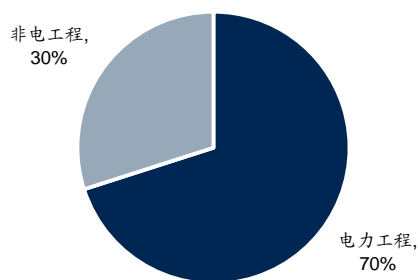
2021年上半年，公司工程建设业务新签合同额为4,703.85亿元，同比增长60.62%；分部间抵销前营业收入为1,150.21亿元，同比增长41.96%。上半年国内疫情得到一定的控制，建设工程复工复产以及部分大额项目处于建设高峰期，收入确认增加。受海外疫情影响，毛利率较高的国际工程建设业务开展进程受阻而有所下滑。

图 20：公司工程建设业务收入构成（亿元）



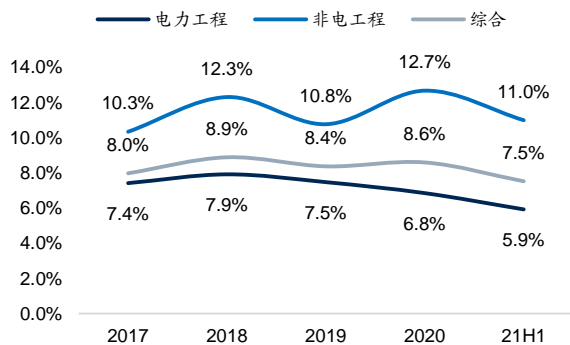
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 21：2020 年公司工程建设营业收入各业务占比（%）



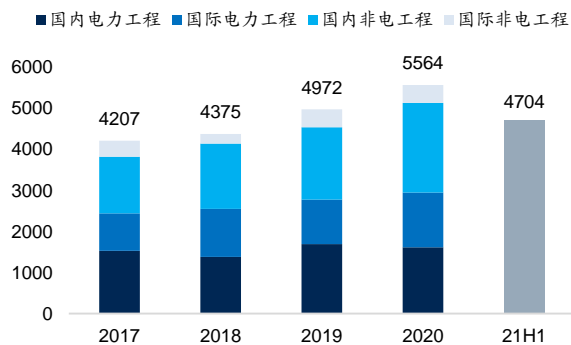
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 22：公司工程建设业务细分毛利率（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 23：公司工程建设业务新签合同构成（亿元）



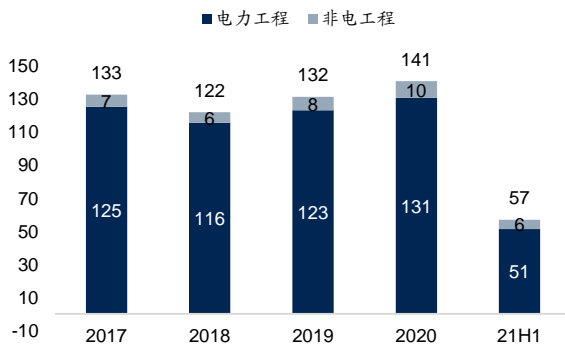
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

勘测设计业务，电力工程收入占比超九成

公司勘测设计及咨询业务主要承接能源及基础设施领域规划研究、咨询、评估、工程勘察、设计、监理等业务，从 2020 年勘测设计业务板块营业收入构成来看，电力工程、非电工程分别占比 93%/7%。

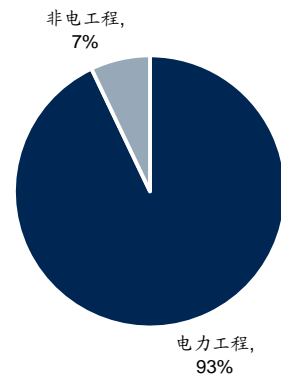
2021 年上半年，公司勘测设计及咨询业务新签合同额为 60.42 亿元，同比下降 2.81%，主要系因清洁低碳业务转型、火电业务放缓，以及设计企业加大工程承包业务力度等影响所致；分部间抵销前营业收入为 57.01 亿元，同比增长 18.80%。

图 24：公司勘测设计业务收入构成（亿元）



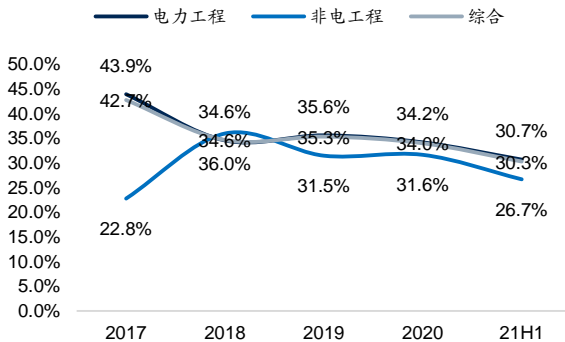
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 25：2020 年公司勘测设计营业收入各业务占比 (%)



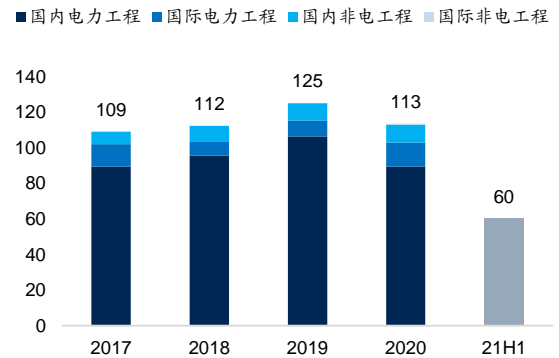
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 26：公司勘测设计业务细分毛利率 (%)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 27：公司勘测设计业务新签合同构成（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

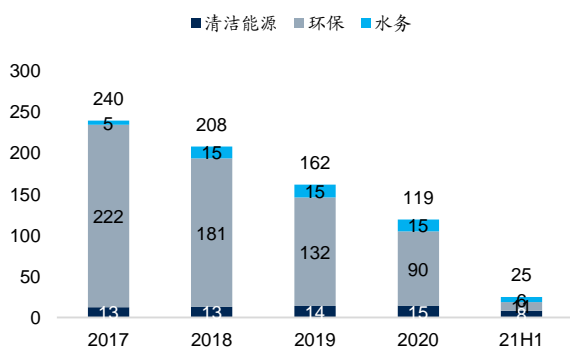
清洁能源及环保水务

公司将清洁能源业务作为提供能源一体化解决方案的重要内容，业务包括清洁高效火电、水电、风电、光伏、光热、生物质发电等电源投资建设与运营。截至2020年底，公司控股装机容量为2.87GW，其中新能源装机1.40GW，水电装机780MW，火电装机680MW。**2021年上半年，公司控股总装机容量上升至4.14GW，其中新能源新增控股装机容量339MW，控股装机容量1.74GW。**

2021年上半年，公司清洁能源及环保水务业务分部间抵销前营业收入为25.18亿元，同比下降61.66%。其中，清洁能源业务实现营业收入8.44亿元，同比增长40.90%；环保业务实现营业收入10.54亿元，同比下降79.69%，因部分亏损的环保业务退出所致；水务业务实现营业收入6.20亿元，同比下降20.41%。毛利率大幅提升系因部分亏损的环保业务退出所致。

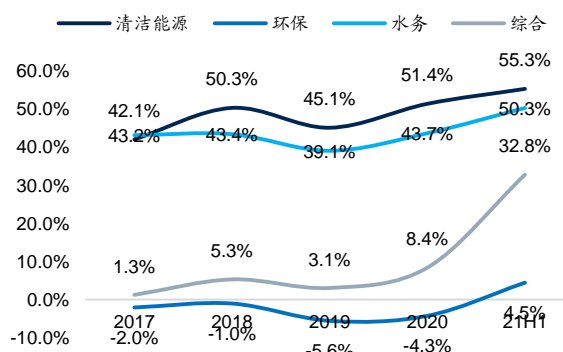
公司在《中国能建践行30.60战略目标行动方案（白皮书）》中提到，2025年控股新能源装机容量力争达到20GW以上。结合公司在新能源工程领域的行业地位及一体化产业链优势，我们预计“十四五”期间公司新增新能源控股装机容量有望达到19GW左右，到2025年新能源控股装机容量达到20GW。

图 28: 公司清洁能源及环保水务业务收入构成 (亿元)



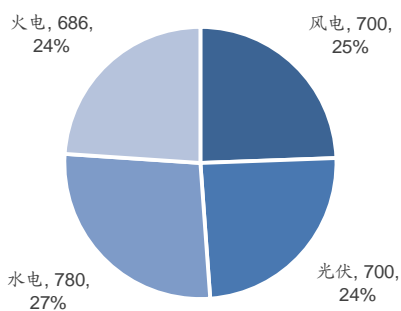
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 29: 公司清洁能源及环保水务业务细分毛利率 (%)



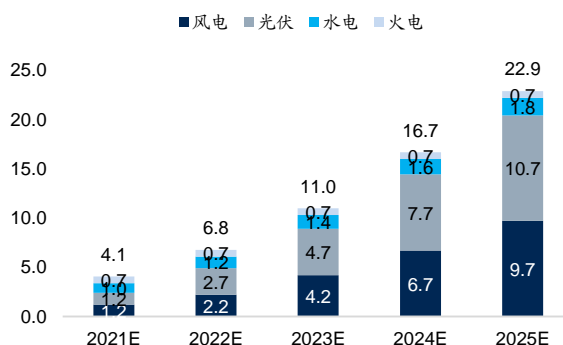
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 30: 2020 年底公司各类发电资产控股装机容量 (MW)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 31: 公司控股装机容量预测 (GW)



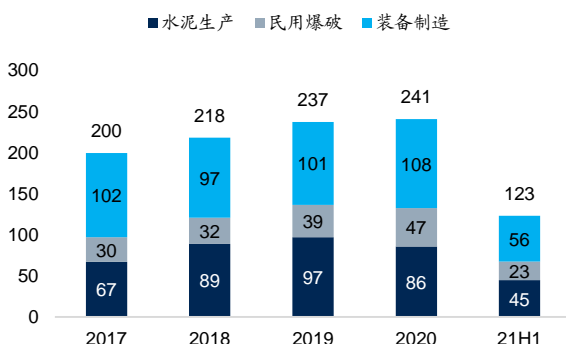
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

工业制造

公司工业制造业务主要包括水泥生产、民用爆破及装备制造等业务，从 2020 年工业制造业务板块营业收入构成来看，水泥生产、民用爆破、装备制造分别占比 35%/20%/45%。

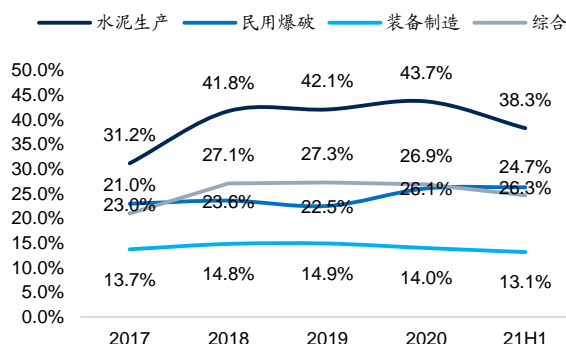
2021 年上半年，公司工业制造分部间抵销前营业收入为 123.18 亿元，同比增长 22.99%。其中，水泥生产业务实现营业收入 44.76 亿元，同比增长 24.89%；民用爆破业务实现营业收入 22.52 亿元，同比增长 15.37%；装备制造业务实现营业收入 55.90 亿元，同比增长 24.78%。

图 32: 公司工业制造业务收入构成 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 33: 公司工业制造业务细分毛利率 (%)



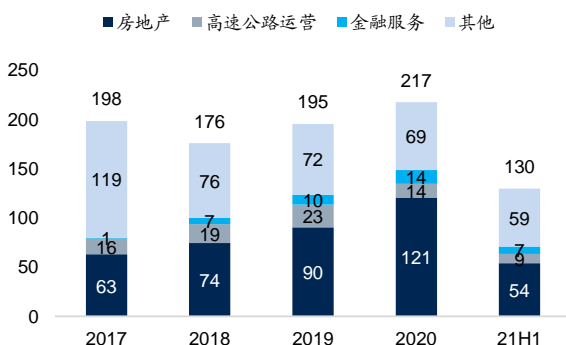
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资及其他

公司投资及其他业务主要涉及房地产投资开发, 高速公路投资运营、金融服务和物业租赁等业务, 从 2020 年投资及其他业务板块营业收入构成来看, 房地产、高速公路运营、金融服务、其他分别占比 56%/6%/6%/32%。

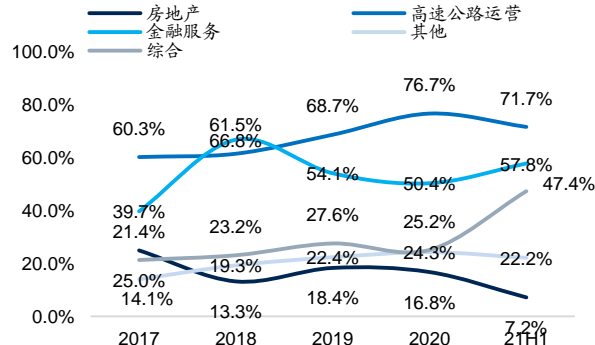
2021 年上半年, 投资及其他业务分部间抵销前营业收入为 129.69 亿元, 同比增长 69.34%。其中, 房地产业务实现营业收入 54.17 亿元, 同比增长 62.28%; 高速公路投资运营业务实现营业收入 9.35 亿元, 同比增长 99.79%; 金融服务业务实现营业收入 7.28 亿元, 同比增长 17.42%; 其他业务实现营业收入 58.89 亿元, 同比增长 82.15%。

图 34: 公司投资及其他业务细分毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 35: 公司投资及其他业务细分毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

成长分析：乘新能源行业东风公司未来将持续高成长

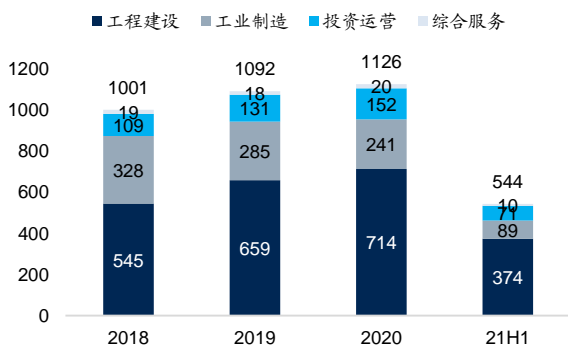
换股吸收合并葛洲坝，加速整合资产护航优质发展

葛洲坝作为国内水电建设行业首家上市公司，是大型基础设施投资建设领域的重要力量，是水利水电建设的“全球名片”，其主营业务为工程建设、工业制造、投资运营、综合服务等，从2020年收入构成来看分别占比63%/21%/13%/2%。

- 工程建设：葛洲坝核心业务和营业收入的主要来源，项目类型主要涉及公路、水利水电、房建、铁路、市政、水务、环境治理、城市地下综合体、港口与航道等。
- 工业制造：主要包括水泥生产、民用爆破、环保、高端装备制造等。
- 投资运营：主要包括房地产业务、公路投资运营业务、水务业务等。
- 综合服务：主要包括融资租赁在内的金融、贸易及其他业务。

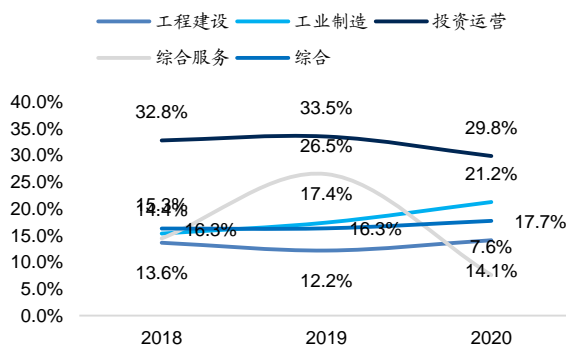
2021年上半年，葛洲坝实现营业收入543.79亿元，同比上升25.07%，实现归母净利润15.79亿元，同比上升36.18%。

图 36：葛洲坝各业务营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 37：葛洲坝各业务毛利率（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司在吸收合并葛洲坝后，实现资源全面整合，消除潜在同业竞争，业务协同效应将得到释放的基础上，充分发挥的电力勘测设计、工程建设、运营维护一体化优势，分享能源结构升级带来的行业增长红利。

本次合并前，中国能建通过全资子公司葛洲坝集团间接持有葛洲坝 42.84% 的股份，为葛洲坝的间接控股股东，故中国能建的合并会计报表中已将葛洲坝纳入合并报表范围，葛洲坝的资产、负债以及收入、成本和利润也已包含。本次合并完成后，葛洲坝将被注销法人资格，其资产、负债及收入、成本和利润仍将包含在中国能建的合并会计报表中。

本次合并后，除中国能建原享有的葛洲坝 42.84% 股权对应的所有者权益以外的剩余全部所有者权益将并入存续公司的财务报表中。中国能建为换股吸收合并葛洲坝而发行股票的对价将分别计入股本及资本公积；存续公司 2020 年度备考归属于母公司所有者的净利润将增加，少数股东损益将下降。

表 14：所有者权益构成变化（亿元）

项目	2020 年 12 月 31 日			
	合并前	合并后	变动金额	变动比例
股本与资本公积	381.3	560.4	179.1	47%
归属于母公司所有者权益合计	684.2	884.7	200.5	29%
少数股东权益	695.1	494.6	-200.5	-29%
所有者权益合计	1379.3	1379.3	0	0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 15: 归母净利润变化 (亿元)

项目	2020 年 12 月 31 日			
	合并前	合并后	变动金额	变动比例
归属母公司所有者的净利润	46.7	66.3	19.6	42%
少数股东权益	40.0	20.1	-19.9	-50%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司在吸收合并葛洲坝后, 实现资源全面整合, 消除潜在同业竞争, 业务协同效应将得到释放的基础上, 充分发挥的电力勘测设计、工程建设、运营维护一体化优势, 分享能源结构升级带来的行业增长红利。

坚守电力建设基本盘, 分享“双碳”目标下新能源装机的行业增长

中国能建集团拥有全国极强竞争力的能源与电力规划咨询企业电力规划设计总院及依托其成立的国家电力规划研究中心, 其承担国家能源电力规划研究工作, 完成了中国 90% 以上的电力规划研究、咨询评审和行业标准制定, 承担了数十个国家和地区的数百项重大工程勘测设计业务。

公司背靠集团旗下电力规划设计院, 在中长期规划、资源评估、勘测设计及建设、运维管理等方面具有巨大优势。

表 16: 中国能建集团电力规划咨询业务布局示意图

政策研究	工程咨询评审
输配电体制改革研究 煤电建设风险预警机制研究 电动汽车充电设施指导意见研究	近两年完成电力工程评审、评估、咨询 1000 多项, 其中发电容量超过 2 亿千瓦, 220 千伏及以上线路长度超过 1.3 万公里, 变电容量超过 1.7 亿千伏安, 累计节约投资超过 100 亿元
新技术研究	行业标准化
太阳能热发电技术应用与研究 储能技术在电力系统的应用研究 高压大容量柔性直流输电关键技术研究 分布式能源接入与微电网技术研究	电力系统规划设计标准技术委员会 发电设计标准化技术委员会 电网设计标准化技术委员会 火电和电网工程技术经济专业标准化技术委员会
信息化业务	战略与规划研究
全国能源监测预警及规划管理平台 能源大数据可视化 电力管理信息系统 卫片及航片路径优化 电网三维一体化管理平台	全国、省级能源及电力发展“十三五”规划研究 雄安新区能源规划 核电规划相关问题研究 西电东送规划研究

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

除勘测设计与咨询外, 公司在大型电力工程建设上也具有行业领先地位:

火电: 公司拥有世界一流的火电设计、建设实力, 可以承揽全部容量等级火电工程的咨询、勘测、设计、施工等业务, 拥有国内火电 80% 的设计市场份额和 60% 的建设市场份额。未来在火电灵活性改造进程中, 公司将扮演重要角色。

水电: 公司拥有世界一流的水电建设技术和较强的水电设计能力, 设计、建设了 1000 多项各类水电工程, 拥有 30% 的国内水电施工市场份额, 50% 的大型水电施工市场份额, 在长江干流及金沙江、雅砻江、大渡河等流域大型水电站建设中担任主力。

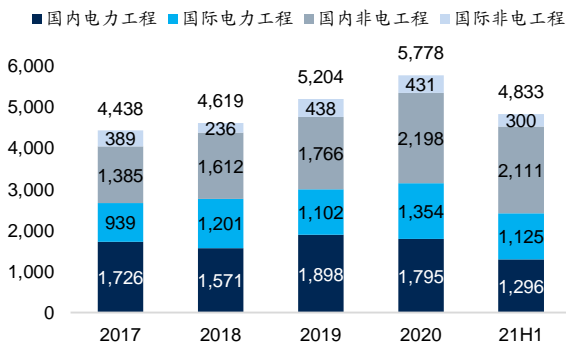
核电: 公司拥有国内先进的核电常规岛设计技术、世界领先的核电建设技术, 参与 40 多个核电工程常规岛和核岛的勘测、设计、施工, 拥有国内核电常规岛设计咨询 90% 的市场份额、施工 60% 的市场份额, 涉及 CPR1000、EPR、AP1000、华龙一号、CAP1400、第四块堆等技术路线。

公司在大型电力工程项目咨询、勘测、设计、施工等环节的一体化优势将延伸至下游的新能源勘测设计、建设及运营业务中, 目前公司拥有国内约 50% 的新能源总承包市场份额。2021 年上半年, 新能源贡献营业收入约 237.2 亿元, 同比增长 68.5%, 净利润 5.38 亿元, 同比增长 154.3%, 新签新能源工程合同

960.0 亿元，同比增长 41.7%。

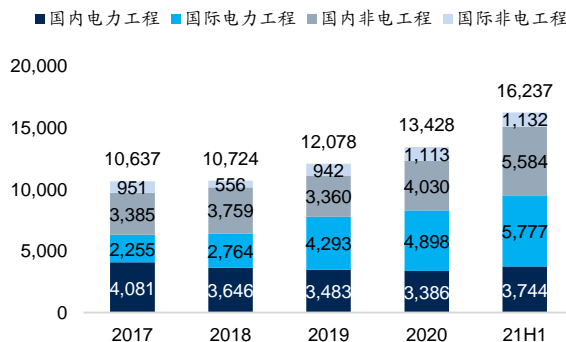
据能源行业媒体《能源电力说》统计，2021 年 1 月至 9 月，中国能建共签约（规划）10 个风光储一体化项目，达到 12.038GW，投资金额 1119 亿元，规划金额占全国比例约为 60%。其中，规模和投资金额皆已明确的最大项目是青海海西光储氢一体化项目，规模为 4GW，项目涉及光伏发电、风力发电、电化学储能、氢能等建设内容，总投资额 214 亿元。

图 38: 历年新签合同构成 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 39: 历年未完成合同构成 (亿元)



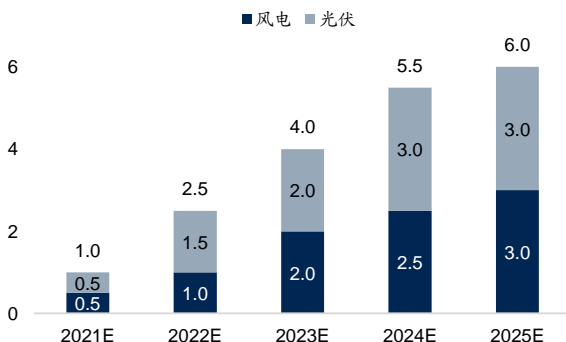
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

踏入新能源电力运营领域，充分发挥产业链一体化优势

公司具有电力工程规划咨询、勘察设计、施工建设、投资运营全产业链和全生命周期服务优势，在新能源工程领域具有明显竞争优势，并在《中国能建践行 30.60 战略目标行动方案（白皮书）》中提到，2025 年控股新能源装机容量力争达到 20GW 以上。

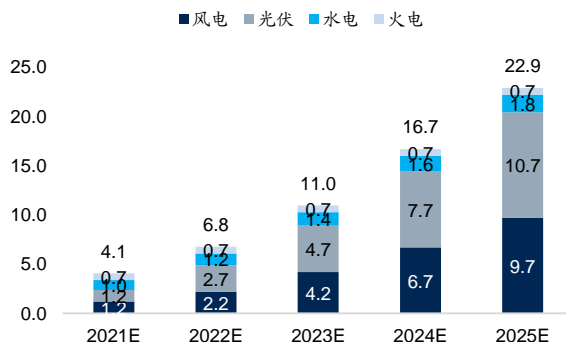
截至 2020 年底，公司控股装机容量为 2.87GW，其中新能源装机 1.40GW，水电装机 780MW，火电装机 680MW。2021 年上半年，公司控股总装机容量上升至 4.14GW，其中新能源新增控股装机容量 339MW，控股装机容量 1.74GW。结合公司在新能源工程领域的行业地位及一体化产业链优势，我们预计“十四五”期间公司新增新能源控股装机容量有望达到 19GW 左右，到 2025 年新能源控股装机容量达到 20GW。

图 40: 公司新增新能源控股装机容量预测 (GW)



资料来源:

图 41: 公司控股装机容量预测 (GW)



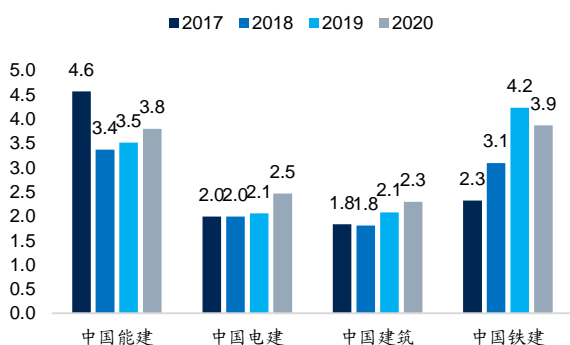
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

财务分析：公司资债结构好、盈利能力强

营运能力分析

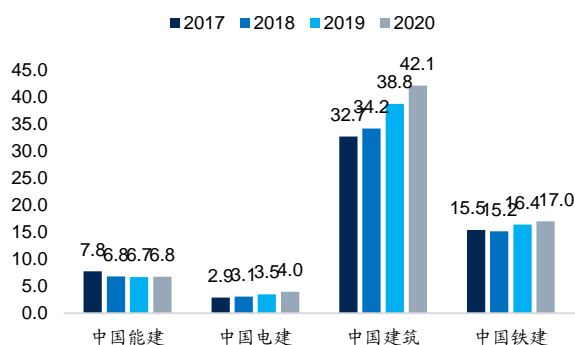
2020 年公司存货周转率较高，为 3.8 次，但固定资产周转率较低，为 6.8 次，主要系因开展工业制造及其他业务有较大规模关联楼宇及机器所致；应收账款占营收比例较高，占比为 19%，且周转率较低，为 4.5 次，主要系因款项为应收电网及电力公司款项，客户信贷期较长所致。

图 42：可比公司存货周转率（次）



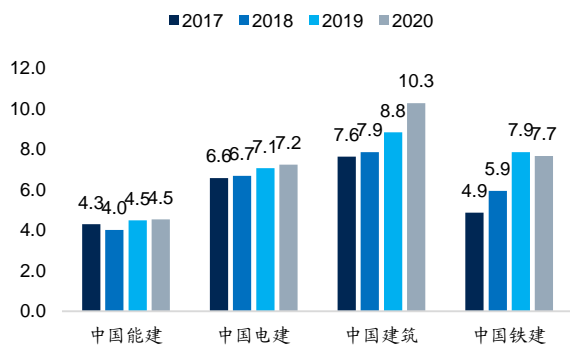
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 43：可比公司固定资产周转率（次）



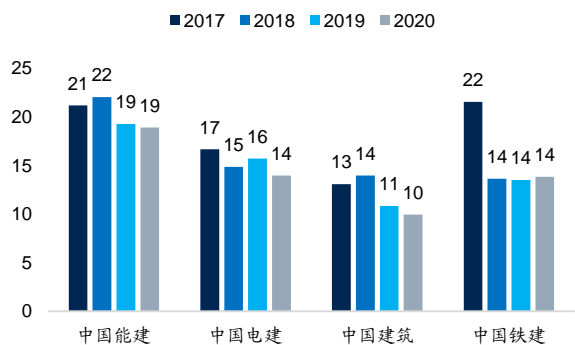
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 44：可比公司应收账款周转率（次）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 45：可比公司应收账款占营收的比例（%）

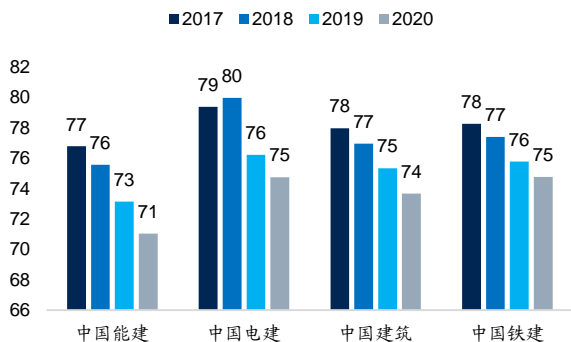


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

偿债能力分析

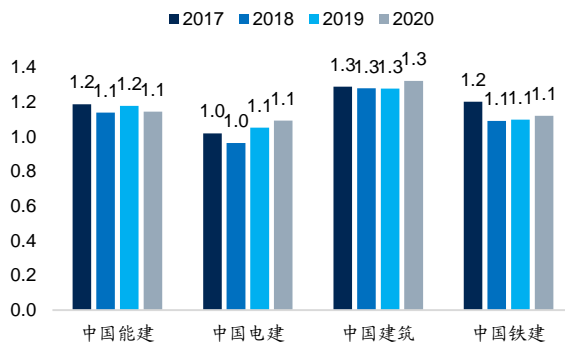
2020 年公司资产负债率为 71%，低于行业平均水平；流动比率 1.1 倍，已获利息倍数 4.7 倍，营运资金充足，偿债能力较强，有较大布局投资运营业务的空间，能够支持“十四五”期间新能源装机规划目标。

图 46: 可比公司资产负债率 (%)



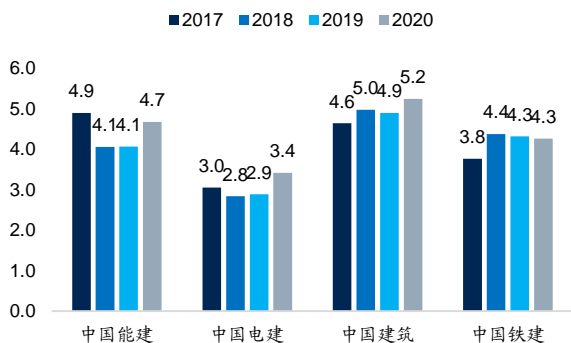
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 47: 可比公司流动比率 (倍)



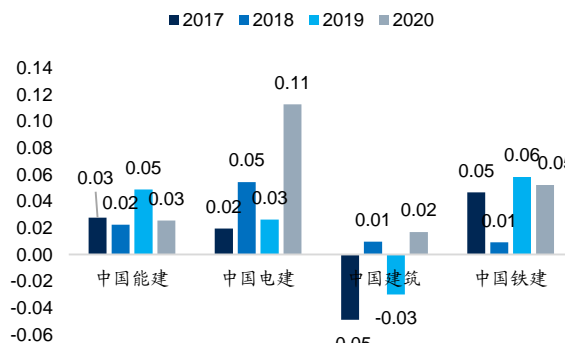
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 48: 可比公司已获利息倍数 (倍)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 49: 可比公司经营活动现金流量净额/流动负债 (倍)

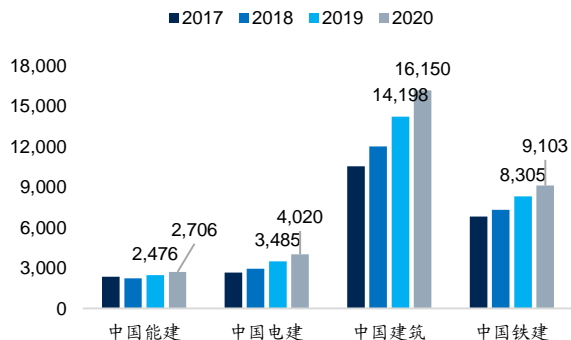


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利能力分析

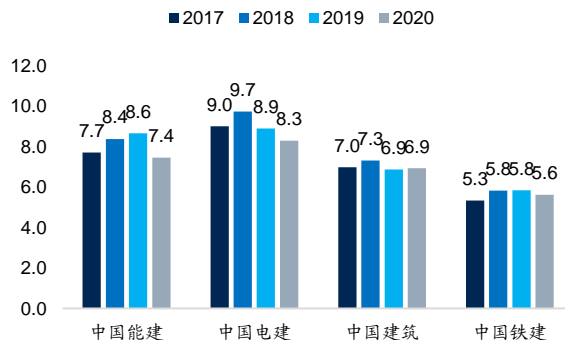
公司收入体量在八大建筑央企中排名靠后, 且收入结构中利润较高的基建、房建业务占比较小, 故净利率不及主业为基建、房建的中国建筑及中国铁建, 与业务结构类似的中国电建相近。

图 50: 可比公司营业收入 (亿元)



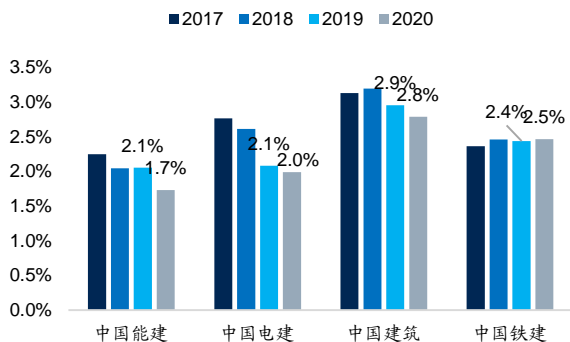
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 51: 可比公司 EBITDA Margin (%)



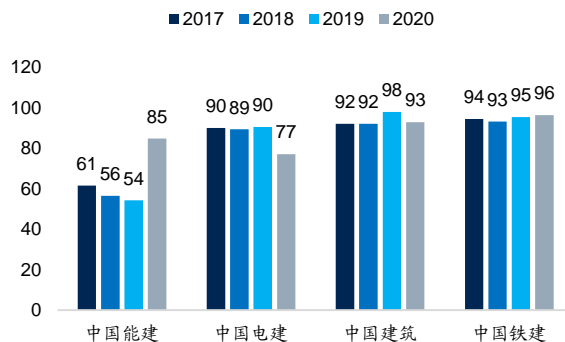
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 52: 可比公司净利率 (%)



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 53: 可比公司经营活动净收益/利润总额 (%)

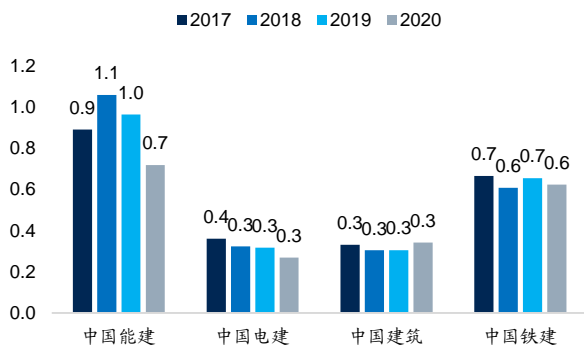


资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

期间费用率分析

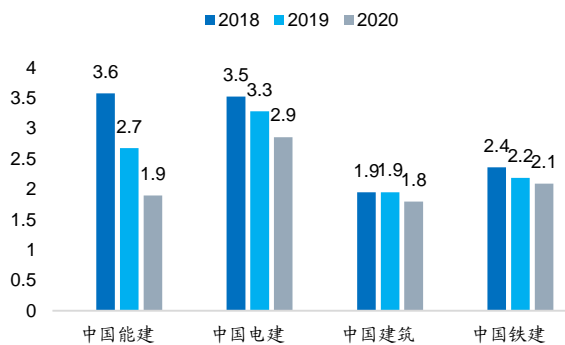
公司销售及管理费用率较高主要系因响应国家新型城镇化和一带一路等国内外业务战略, 拓展业务规模所致; 研发费用较高主要系因装配式电气建筑施工技术、高效褐煤发电技术、特高压输电技术研究等研发项目资源投入较大所致。

图 54: 可比公司销售费用率 (%)



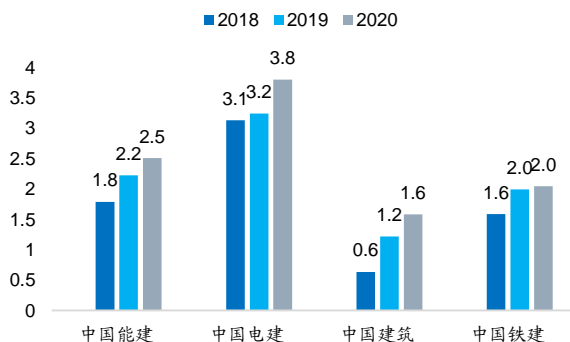
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 55: 可比公司管理费用率 (%)



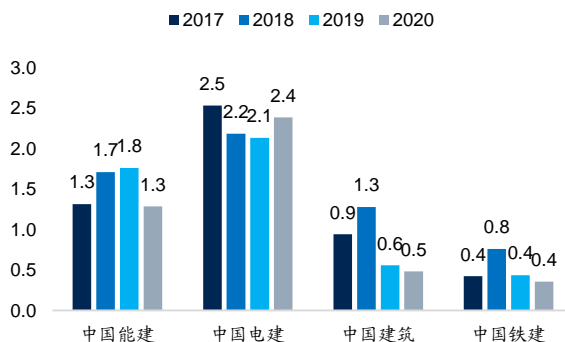
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 56: 可比公司研发费用率 (%)



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 57: 可比公司财务费用率 (%)

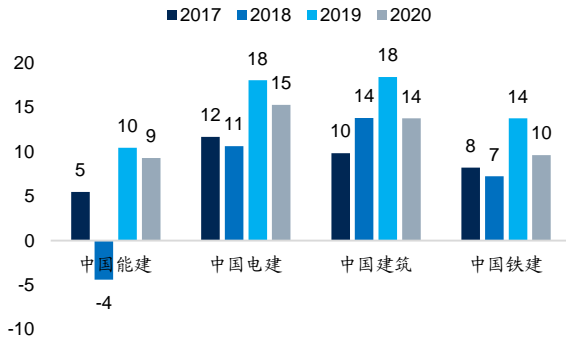


资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

成长性分析

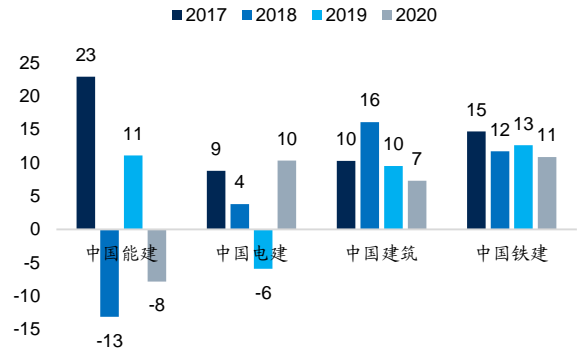
公司归母净利润存在逐年波动情况，主要系因 2018 年受国内煤电调控政策影响，火电业务量下降，及 2019 年出售子公司产生非经常性损益所致；经营性现金流净额稳步增长。

图 58: 可比公司营业收入同比增速 (%)



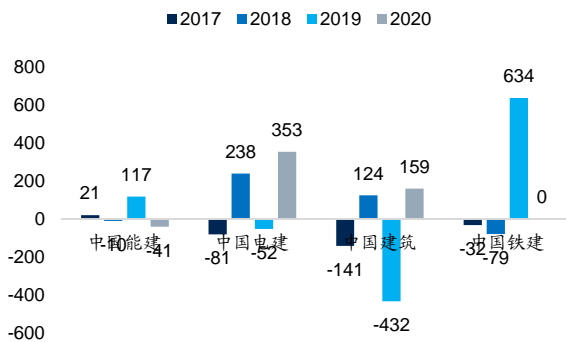
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 59: 可比公司归母净利润同比增速 (%)



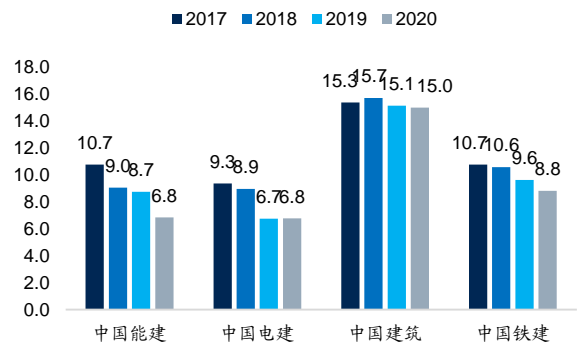
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 60: 可比公司经营现金流净额同比增速 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 61: 可比公司 ROE 变动情况 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们预计公司 2021-2023 年归属母公司净利润 72.83/81.61/95.93 亿元，增速为 9.9%/12.1%/17.5%；摊薄 EPS 为 0.17/0.20/ 0.23 元。

我们的盈利预测基于以下假设条件：

工程建设业务：考虑公司在大型电力工程建设市场的寡头地位，及公司在非电工程新签合同的高增速，预计业务 CAGR 为 25%；

勘测设计业务：考虑公司在手订单数量及过往对应收入确认比例，预计业务 CAGR 为 4%；

工业制造业务：考虑公司在手订单数量及产能，预计业务 CAGR 为 4%

清洁能源及环保业务：考虑公司“十四五”期间新增新能源装机容量目标，预计业务收入 CAGR 为 5%；毛利率大幅提升系因部分亏损的环保业务退出及新能源装机占比提升所致。

投资及其他业务：受限于日益趋严的房地产政策，该板块有所萎缩。

表 17：公司营业收入预测

营业收入（亿元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
工程建设	1,854	2,115	2,919	4,083	5,044	6,080	6,764
yoy		14%	38%	40%	24%	21%	11%
勘测设计	132	141	153	165	170	168	175
yoy		7%	8%	8%	3%	-1%	4%
工业制造	237	241	276	290	295	307	299
yoy		2%	15%	5%	2%	4%	-3%
清洁能源及环保水务	162	119	63	73	92	120	155
yoy		-26%	-47%	16%	26%	30%	29%
投资及其他	195	217	227	241	255	192	192
yoy		11%	5%	6%	6%	-25%	0%
分部间抵消	(107)	(130)	(167)	(227)	(275)	(328)	(362)
合计	2,473	2,703	3,472	4,626	5,581	6,540	7,223
yoy		9%	28%	33%	21%	17%	10%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

表 18：公司各业务毛利率预测

毛利率	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
工程建设	8.4%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
勘测设计	35%	34%	35%	35%	35%	36%	36%
工业制造	27%	27%	32%	34%	33%	34%	29%
清洁能源及环保水务	3%	8%	36%	36%	36%	36%	36%
投资及其他	28%	25%	28%	28%	27%	32%	33%
综合毛利率	13%	13%	13%	12%	12%	12%	12%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

表 19: 公司新增可再生能源装机预测

新增容量 (MW)	2021	2022	2023	2024	2025
风电	500	1,000	2,000	2,500	3,000
光伏	500	1,500	2,000	3,000	3,000
水电	200	200	200	200	200
合计	1,200	2,700	4,200	5,700	6,200
新增项目单位造价 (元/W)	2021	2022	2023	2024	2025
风电	6.5	6.5	6.2	6.0	5.5
光伏	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
水电	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
新增固定资产投资 (亿元)	2021	2022	2023	2024	2025
风电	32.50	65.00	124.00	150.00	165.00
光伏	19.00	57.00	76.00	114.00	114.00
水电	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00
合计	63.50	134.00	212.00	276.00	291.00
新增项目上网电价 (不含税, 元/kWh)	2021	2022	2023	2024	2025
风电	0.33	0.31	0.29	0.28	0.28
光伏	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33
水电	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35
新增项目年利用小时数	2021	2022	2023	2024	2025
风电	2300	2500	2500	2600	2600
光伏	1500	1500	1500	1500	1500
水电	3500	3500	3500	3500	3500
新增资产年发电量 (亿千瓦时)	2021	2022	2023	2024	2025
风电	12	25	50	65	78
光伏	8	23	30	45	45
水电	7	7	7	7	7
合计	26	55	87	117	130

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

未来 3 年盈利预测

表 20: 未来 3 年盈利预测表

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2705.50	3474.29	4629.54	5584.70
营业成本	2342.27	3017.09	4053.50	4908.55
销售费用	19.41	24.32	32.41	39.09
管理+研发费用	186.90	243.20	324.07	390.93
财务费用	34.80	36.85	43.03	51.91
营业利润	132.35	132.25	148.45	159.92
利润总额	127.55	134.25	150.45	161.92
归属于母公司净利润	66.28	72.83	81.61	95.93
EPS	0.22	0.17	0.20	0.23
ROE	10%	10%	10%	11%

按上述假设条件, 预计公司 2021-2023 年归属母公司净利润 72.83/81.61/95.93 亿元, 增速为 9.9%/12.1%/17.5%; 摊薄 EPS 为 0.17/0.20/ 0.23 元。

风险提示

估值的风险

公司的合理估值在 3.87-4.72 港元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上的，特别是对公司未来几年现金流的计算、折现率的计算、TV 增长率的选定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断，可能由于对相关参数估计偏乐观而导致该估值偏乐观的风险。

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 3.87-4.72 港元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.6%、风险溢价 3.6%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2022 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司业务差异与业绩成长性，对行业平均动态 PE 进行修正，最终给予公司 16.0-17.0 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

政策风险

“十四五”期间各大央企提出新增新能源装机目标，以响应国家“碳达峰”、“碳中和”号召。由此产生的大量新能源项目的发电量需要并入电网进行销售，若由于项目所在地电网消纳能力规划不匹配或建设进度不达预期，则公司发电资产存在弃风弃光的可能，进而导致利润摊薄的风险。

财务风险

公司未来几年新增新能源项目装机较多，将产生较大的资本开支与贷款金额。若贷款利率上行提升公司财务成本，则可能对项目收益率及公司未来盈利负面影响较大。

市场风险

新增竞价项目电价低于预期。对于保障性并网规模外的电量需要参与市场化交易，而对于电力直接交易方式购买的绿电产品，交易价格由发电企业与电力用户通过双边协商、集中撮合等方式形成，存在新增竞价项目电价低于预期的风险。

原材料价格上涨导致项目收益率不及预期。公司开展的新能源运营业务处于产业链下游，对上游原材料价格波动较为敏感，存在收益率不及预期的风险。

其他风险

2020 年初以来新冠肺炎疫情在全球蔓延，目前海外疫苗施打进展未能有效防止病毒扩散趋势。公司是我国“一带一路”倡议的先行示范企业，在沿线 65 个国家中，公司在建项目逾 300 个，合同总额超过 1500 亿元。若海外疫情控制不及预期，则公司可能海外业务开展受限，毛利率较高的国际工程占比下降导致利润下滑。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	56435	90431	111246	130398	营业收入	270550	347429	462954	558470
应收款项	76514	95186	126837	153005	营业成本	234227	301709	405350	490855
存货净额	61529	78527	105502	127757	营业税金及附加	1695	2258	3009	3630
其他流动资产	89593	104229	138886	167541	销售费用	1941	2432	3241	3909
流动资产合计	288151	372452	486551	582781	管理+研发费用	18690	24320	32407	39093
固定资产	40284	46580	59814	80535	财务费用	3480	3685	4303	5191
无形资产及其他	61599	60698	60344	60566	投资收益	559	200	200	200
投资性房地产	57065	63065	69065	75065	资产减值及公允价值变动	(326)	0	0	0
长期股权投资	28954	28954	28954	28954	其他收入	2485	0	0	0
资产总计	476052	571748	704728	827900	营业利润	13235	13225	14845	15992
短期借款及交易性金融负债	27959	27959	27959	27959	营业外净收支	(480)	200	200	200
应付款项	113564	148788	199899	242065	利润总额	12755	13425	15045	16192
其他流动负债	111579	147808	198449	240236	所得税费用	4063	4028	4513	4048
流动负债合计	253102	324555	426307	510260	少数股东损益	2009	2115	2370	2551
长期借款及应付债券	72970	89195	111499	140502	归属于母公司净利润	6628	7283	8161	9593
其他长期负债	12050	12550	13050	13550					
长期负债合计	85021	101746	124549	154052	现金流量表 (百万元)				
负债合计	338123	426301	550856	664312	净利润	6628	7283	8161	9593
少数股东权益	69512	71204	73100	75141	资产减值准备	97	49	76	128
股东权益	68417	74244	80773	88447	折旧摊销	3596	14749	14908	15163
负债和股东权益总计	476052	571748	704728	827900	公允价值变动损失	326	0	0	0
					财务费用	3480	3685	4303	5191
关键财务与估值指标					营运资本变动	(7461)	15799	3058	1524
每股收益	0.22	0.17	0.20	0.23	其它	1487	1643	1820	1913
每股红利	0.05	0.03	0.04	0.05	经营活动现金流	4673	39522	28024	28321
每股净资产	2.28	1.78	1.94	2.12	资本开支	8141	(20295)	(27879)	(36254)
ROIC	5%	6%	7%	7%	其它投资现金流	63	0	0	0
ROE	10%	10%	10%	11%	投资活动现金流	1127	(20295)	(27879)	(36254)
毛利率	13%	13%	12%	12%	权益性融资	20546	0	0	0
EBIT Margin	5%	5%	4%	4%	负债净变化	10399	16225	22303	29003
EBITDA Margin	6%	6%	5%	4%	支付股利、利息	(1403)	(1457)	(1632)	(1919)
收入增长	9%	28%	33%	21%	其它融资现金流	(37038)	0	0	0
净利润增长率	31%	10%	12%	18%	融资活动现金流	1500	14769	20671	27084
资产负债率	86%	87%	89%	89%	现金净变动	7300	33996	20816	19151
息率	2.1%	2.2%	2.4%	2.8%	货币资金的期初余额	49135	56435	90431	111246
P/E	10.2	12.8	11.5	9.8	货币资金的期末余额	56435	90431	111246	130398
P/B	1.0	1.3	1.2	1.1	企业自由现金流	13816	21950	3351	(3830)
EV/EBITDA	24.2	27.2	29.9	31.8	权益自由现金流	(12822)	35595	22642	21280

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032